

Институциональные инвесторы, инвестиционный горизонт и корпоративное управление¹

Повх К.С., Кокорева М.С., Степанова А.Н.

В последние годы на развитых рынках институциональные инвесторы увеличивают свои пакеты акций в реальном секторе экономики. Инвестиционные горизонты институциональных инвесторов могут быть как краткосрочными, так и долгосрочными, что оказывает влияние на стратегическое развитие компании. В данном исследовании мы изучаем влияние долгосрочных институциональных инвесторов на качество корпоративного управления и эффективность компаний.

Проведя регрессионный анализ на выборке из нефинансовых компаний из индекса RUSSELL 3000 американских компаний, мы нашли подтверждение тому, что увеличение доли владения долгосрочных институциональных инвесторов способствует улучшению качества корпоративного управления компании. При этом, согласно результатам нашего исследования, эффект усиливается при более концентрированной собственности. Улучшая качество корпоративного управления, долгосрочные инвесторы в итоге оказывают положительное влияние на эффективность компании.

В качестве основных индикаторов корпоративного управления в исследовании были использованы процент независимых директоров в совете директоров, доля женщин в совете директоров, степень независимости комитета по назначениям, а также доля собственности компании, принадлежащая инсайдерам. Инвестиционный горизонт институциональных инвесторов был определен на основе информации об оборачиваемости их инвестиционных портфелей.

¹ Исследование осуществлено в рамках Программы фундаментальных исследований Научного исследовательского университета «Высшая школа экономики».

Повх Кирилл Сергеевич – ассоциат, АО Сбербанк КИБ. E-mail: povh.hse@gmail.com

Кокорева Мария Сергеевна – к.э.н., доцент Школы финансов, научный сотрудник Лаборатории корпоративных финансов Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики». E-mail: mskokoreva@gmail.com

Степанова Анастасия Николаевна – к.э.н., доцент Школы финансов, научный сотрудник Лаборатории корпоративных финансов Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики». E-mail: anastasianstepanova@gmail.com

Статья поступила: 26.10.2021/Статья принята: 17.02.2022.

Результаты исследования могут быть использованы государственными органами для формирования стимулов для увеличения долгосрочных инвестиций в компании; текущими акционерами компаний при выборе нового крупного совладельца, а также миноритарными акционерами, выбирающими компании для инвестиций.

Ключевые слова: институциональные инвесторы; инвестиционный горизонт; корпоративное управление; эффективность компании.

DOI: 10.17323/1813-8691-2022-26-1-9-36

Для цитирования: Повх К.С., Кокорева М.С., Степанова А.Н. Институциональные инвесторы, инвестиционный горизонт и корпоративное управление. *Экономический журнал ВШЭ*. 2022; 26(1): 9–36.

For citation: Povkh K.S., Kokoreva M.S., Stepanova A.N. Institutional Investors, Investment Horizon and Corporate Governance. *HSE Economic Journal*. 2022; 26(1): 9–36. (In Russ.)

1. Введение

В эпоху разделения институтов собственности и управления успех компаний во многом зависит от того, насколько хорошо удалось выстроить систему корпоративного управления, которая смогла бы учесть интересы как инвесторов, так и управленцев и снизить уровень внутренних конфликтов. Важнейшей категорией инвесторов, в последние годы существенно нарастившей свою долю в капитале компаний, являются институциональные инвесторы. Этот факт, наряду с наблюдающимся ростом концентрации собственности, расширил возможности для воздействия на корпоративное управление. Но все ли инвесторы способны оказывать влияние на корпоративное управление и заинтересованы в активном участии в жизни компаний? Для ответа на этот вопрос необходимо разобраться в стимулах долгосрочных и краткосрочных инвесторов и целях их инвестирования.

Рост доли институциональных инвесторов в капитале компаний привлек значительный интерес ученых в сфере корпоративных финансов и способствовал появлению большого количества исследований, направленных как на анализ взаимосвязи корпоративного управления и доли институциональных инвесторов, так и на влияние последних на эффективность компании (firm performance). Кроме того, научный интерес вызывает понимание различий в стимулах и целях инвесторов при вхождении в акционерный капитал компании. Большая часть инструментов, при помощи которых инвесторы могут воздействовать на компанию, лежат в плоскости корпоративного управления, и многие исследования посвящены именно этим инструментам.

Целью нашего исследования является анализ влияния долгосрочных институциональных инвесторов² на качество корпоративного управления и эффективность компании. Мы предполагаем, что доля в акционерном капитале, принадлежащая долгосрочным

² Под долгосрочными инвесторами мы понимаем инвесторов с долгосрочным горизонтом инвестирования.

инвесторам, положительно влияет на качество корпоративного управления, что в итоге приводит к росту эффективности компании.

На фоне большинства исследований на тему взаимосвязи институционального владения и корпоративного управления наша работа выделяется тем, что в ней анализируется доля, принадлежащая именно долгосрочным акционерам, а не всем институциональным инвесторам. По нашему мнению, этот подход позволяет отобрать инвесторов, которые с большей вероятностью будут оказывать влияние на корпоративное управление компании путем осуществления более интенсивного мониторинга. Кроме того, впервые был проведен анализ влияния институционального владения при разделении выборки компаний на группы, в зависимости от доли, принадлежащей топ-5 акционерам. Результаты продемонстрировали, что при более концентрированной собственности эффект от доли, принадлежащей долгосрочным инвесторам, на показатели качества корпоративного управления усиливается.

Таким образом мы показываем, что наличие долгосрочных институциональных инвесторов оказывает положительное влияние на компанию (посредством воздействия на корпоративное управление) и на рост ее стоимости (приводит к росту эффективности, выраженной показателем Q-Tobin).

Доля собственности в руках институциональных инвесторов растет и на развивающихся рынках капитала [Bonizzi, 2017; Badhani et al., 2022], поэтому анализ их потенциального влияния на корпоративное управление и эффективность компаний становится значимым вопросом. Ввиду того, что до недавнего времени институциональные инвесторы старались избегать инвестиций в развивающиеся рынки капитала [Badhani et al., 2022], исследовать их влияние на данных рынках эмпирически в настоящий момент затруднительно из-за небольшого объема данных. Однако опираясь на результаты исследований на развитых рынках капитала, мы можем предполагать, каково будет их влияние на развивающихся рынках капитала и разрабатывать стратегии по привлечению тех типов инвесторов, чье положительное влияние на эффективность деятельности компаний мы ожидаем увидеть.

С практической точки зрения исследуемый вопрос важен для текущих акционеров компаний при выборе нового совладельца. При продаже существенного пакета акций перед акционерами стоит задача разобраться в целях и стимулах нового партнера. Наше исследование, опираясь на тип инвестора и на его инвестиционный горизонт, сможет помочь сделать выводы о том, будет ли новый акционер воздействовать на корпоративное управление и каким образом он будет это делать. Результаты исследования полезны и миноритарным акционерам, которые рассматривают варианты компаний для инвестиций. В данном случае наличие в компании институциональных акционеров с крупными пакетами акций и долгосрочным горизонтом позволит сделать предположения относительно будущего развития корпоративного управления и эффективности компании.

Структура работы выглядит следующим образом. В обзоре литературы раскрыты темы определения инвестиционного горизонта инвесторов, показателей качества корпоративного управления и механизмов воздействия инвесторов на управление в компании. В следующей части представлена методология исследования и описаны данные. Далее приведены результаты и их интерпретации. В заключении изложены наши основополагающие выводы.

2. Обзор литературы

На сегодня финансовые институты являются крупнейшей категорией инвесторов в США. Например, доля, принадлежащая институциональным инвесторам в компаниях, входящих в индекс RUSSELL 3000, составляет практически 75%³. Одной из причин, способствующих увеличению значимости финансовых институтов, по мнению ученых [Bharat et al., 2004], является активная волна недружественных поглощений в 1980-е годы, показавшая необходимость развития корпоративного управления.

Рост институциональной собственности привел к появлению нового направления исследований [Harford et al., 2018; Bebchuk et al., 2015]. В частности, были исследованы особенности конкретных типов институциональных инвесторов, их мотивы инвестирования, инвестиционный горизонт и поведение. Одним из важнейших направлений исследований был анализ механизмов влияния инвесторов на корпоративное управление.

Предметом ряда эмпирических исследований выступил также анализ влияния корпоративного управления на эффективность компании и на уровень доходности инвестиций ее акционеров [Carter et al., 2003; Smith et al., 2006]. В результате в литературе был достигнут консенсус относительно того, что чем выше качество корпоративного управления, тем выше эффективность компании (выраженная отношением рыночной стоимости акционерного капитала к балансовой, Q-Tobin) и доходность ее инвесторов. Таким образом, предполагая, что долгосрочные институциональные акционеры положительно влияют на качество корпоративного управления, мы сможем предполагать и последующее положительное влияние на эффективность компании.

2.1. Способы определения инвестиционного горизонта инвесторов

Инвестиционный горизонт акционеров долгое время считался ненаблюдаемым и неизмеримым показателем. В ранних исследованиях было разработано множество способов определения «долгосрочности» инвесторов. Например, одним из прокси долгосрочности инвестиционного горизонта фонда является его тип: пенсионные фонды, паевые фонды, страховые компании, суверенные инвестиционные фонды, эндаумент-фонды, традиционные инвестиционные фонды. Важным фактором, оказывающим влияние на инвестиционный горизонт, является требуемая ликвидность. Зачастую требование к ликвидности можно определить исходя из классификации фондов. Например, в пенсионных и образовательных фондах потребности в денежных выплатах достаточно предсказуемы, поэтому требования к ликвидности низкие [Gaspar et al., 2005]. В случае с открытыми паевыми фондами требования к ликвидности намного выше за счет того, что денежные поступления и выплаты намного выше [Edelen, 1999].

Агентские проблемы, присущие инвестиционным фондам, также оказывают существенное влияние на инвестиционный горизонт. Например, неспособность управляющих фондов применять долгосрочные стратегии инвестирования приводит к тому, что они останавливаются на краткосрочных стратегиях и совершают большое количество торгов небольшими пакетами акций с целью получения краткосрочных выигрышей [Shleifer, Vishny, 1997]. Это приводит к тому, что инвестиционный горизонт фонда снижается.

³ Расчеты авторов.

Однако в последние годы доступность данных в развитых странах, в особенности в США, заметно выросла. После мирового финансового кризиса 2008 г. финансовое регулирование и требования к публикации данных в США ужесточились, в том числе и в отношении институциональных инвесторов. Наличие данных о портфеле институциональных инвесторов предоставило уникальную возможность определить инвестиционный горизонт, основываясь на фактическом изменении портфеля инвесторов.

Так, одним из вариантов определения долгосрочности является анализ оборачиваемости портфеля институционального инвестора [Gaspar et al., 2005; Chen et al., 2007]. В нашем исследовании, следуя методологии [Derrien et al., 2013; Harford et al., 2018], мы разбили выборку на четыре группы в зависимости от оборачиваемости портфеля инвесторов, две из которых мы приняли за долгосрочные.

2.2. Корпоративное управление

Вопросы корпоративного управления часто рассматривают через призму агентской теории. Разделение собственности и управления создают базу для агентских конфликтов. В то время как собственник инвестирует в компанию с расчетом на то, что менеджмент преумножит его вложения, менеджменту от инвесторов необходим капитал для стратегического развития компании [Shleifer, Vishny, 1997]. Наличие асимметрии информации и несовпадения интересов и инвестиционных горизонтов собственников и менеджмента приводят к возникновению агентских издержек, снижающих стоимость компании. Для того чтобы гармонизировать стимулы менеджмента и собственников, разработана целая система взаимодействующих элементов, в совокупности именуемая корпоративным управлением.

Несмотря на попытки регулирующих органов стандартизировать нормы корпоративного управления посредством написания кодексов, качество корпоративного управления сильно отличается от компании к компании. Качество корпоративного управления измеряют множеством показателей, и ключевую роль в нем играют характеристики и роль Chief Executive Officer (CEO), структура совета директоров и состав ключевых комитетов.

2.3. Характеристики и роль CEO

В 1990-е годы в США массово появились работы, изучающие совмещение одним профессионалом должности CEO компании и должности председателя совета директоров (или *CEO Duality*, *дуальность*) [Lorsch, MacIver, 1989; Pound, 1988; Brickley et al., 1988]. По поводу влияния дуальности на эффективность компании в литературе нет консенсуса.

Так, сторонники идеи совмещения должностей CEO и председателя совета директоров считают, что совмещение позволяет лучше управлять компанией и делает формирование стратегии компании более ясным [Stoeberl, Sherony, 1985; Anderson, Anthony, 1986]. Согласно данной точке зрения, когда в компании должности CEO и председателя директоров занимают разные люди, это приводит к усложнению принятия решений из-за того, что менеджмент и совет директоров не могут договориться по многим вопросам. В таких ситуациях совет директоров может принимать решения, идущие вразрез с видением CEO, который в свою очередь имеет ограниченную возможность что-то противопоставить. Кроме того, одним из аргументов идеи дуальности является тот факт, что в случае, когда

СЕО и председатель совета директоров – разные люди, у СЕО теряются стимулы к предпринимательству из-за чувства, что у совета директоров всегда есть свое мнение и право вето на его действия.

Тем не менее, согласно ряду эмпирических исследований [Lorsch, MacIver, 1989; FizeL, Louie, 1990], совмещение должностей СЕО и председателя совета директоров негативно влияет на эффективность компании. Противники дуальности утверждают, что в случае, если СЕО является председателем совета директоров, этот совет директоров перестанет надлежащим образом выполнять функцию мониторинга. Кроме того, совмещение должностей СЕО и председателя совета директоров рассматривается как негативный сигнал на рынке, в результате чего компания может проиграть конкуренцию [Fama, Jensen, 1983]. И, наконец, в ситуациях, когда СЕО занимает должность председателя совета директоров, сложно обеспечить честность и открытость деятельности директоров [Carver, 1990].

Опираясь на результаты исследований, мы в своей работе также использовали данный показатель как прокси качества корпоративного управления.

Различаются взгляды ученых и на оптимальный возраст СЕО и директоров. Традиционно в большинстве как американских, так и европейских компаний СЕО является человеком пенсионного возраста [Gilpatrick, 2000]. Предполагается, что на позиции СЕО должен находиться опытный, хорошо образованный, состоявшийся профессионал. Тем не менее в последнее время все больше и больше компаний всерьез задумываются о возрастной диверсификации, которая может позволить учитывать видение людей различных возрастов. В то время как старшая возрастная группа обладает большим опытом и накопленным экономическим капиталом и связями, люди среднего возраста зачастую имеют более активную позицию в различных социальных институтах, что также может положительно влиять на компанию. Что касается молодой группы профессионалов, они, как правило, являются наиболее активными и нацеленными на успех [Kang et al., 2007].

Еще одним аргументом в пользу любой диверсификации является то, что в качестве акционеров компании могут выступить любые люди, в таком случае при наличии в совете директоров людей разного возраста и пола будет намного легче наладить контакт. Поэтому в последнее время наблюдается тенденция включения в совет директоров людей разных возрастов и с разным опытом [Kang et al., 2018]. В нашем исследовании будет использован показатель возраста СЕО.

2.4. Структура совета директоров

Традиционно признаком высокого качества корпоративного управления считают высокую долю независимых директоров в совете. Этот факт был подтвержден многочисленными эмпирическими исследованиями (см., например: [Stoeberl, Sherony, 1985; Klein, 2002]). Независимые директора усиливают функцию мониторинга [Anderson et al., 2004; Beasley, 1996] и способствуют снижению недобросовестного поведения менеджмента в области финансовой отчетности [Beasley et al., 2000; Dunn, 2004]. Однако в некоторых исследованиях был определен оптимальный уровень мониторинга, при превышении которого наблюдается негативный эффект на финансовые показатели компании [Bonazzi, Sardar, 2007]. То есть степень независимости совета директоров только до определенного предела положительно влияет на эффективность компании. Возможные негативные эф-

факты высокой степени независимости советов директоров связывают и с отсутствием у независимых директоров достаточной мотивации для принятия сложных и рискованных стратегических решений во время кризиса [Klein, 2002], а также с недостаточным вниманием к вопросам компании со стороны «занятых» независимых директоров [Falato, 2014] (тех специалистов, которые одновременно являются членами советов директоров нескольких компаний).

Одним из предметов дискуссий в анализе влияния независимых директоров является само определение «независимости». Определяя «независимость» директоров, многие ученые смотрят на то, являются ли или являлись ли они сотрудниками этой компании [Brennan, McDermott, 2004]. При этом важно понимать, что наиболее полное определение независимых директоров предполагает, что они никак не аффилированы с компанией, никто из их родственников не занимает в ней высоких должностей и т.д., и единственное, что их связывает с этой компанией, это их членство в совете директоров. Следуя за многочисленными работами, мы в нашем исследовании также будем использовать показатель доли независимых директоров в совете директоров.

Одной из наиболее популярных тем в исследованиях корпоративного управления является важность диверсификации, в том числе гендерной. По мнению большинства ученых [Carter et al., 2003; Campbell, Minguez-Vera, 2008; Terjesen et al., 2009], женщины в совете директоров улучшают качество принимаемых решений и повышают эффективность компании. Более того, в ряде стран западной Европы на законодательном уровне утверждён минимально допустимый процент женщин в совете директоров.

Одним из аргументов в пользу диверсификации является то, что наиболее правильное решение будет принято тогда, когда у участников будет максимально отличаться бэкграунд, характер и темперамент. Например, женщины могут обладать совсем другим опытом, как профессиональным, так и личным, что непосредственно оказывает влияние на то, какое решение будет принято [Smith et al., 2006; Singh, Vinnicombe, 2004]. Кроме того, если для вступления в совет директоров рассматриваются только мужчины, то пул потенциальных кандидатов заведомо сужается, что приводит к тому, что компания может упустить необходимые компетенции. Помимо этого, наличие женщин в совете директоров является хорошим знаком и мотивацией для молодых сотрудниц компании, которые более охотно будут выбирать работу в этой компании, что в итоге приведет к тому, что компания сможет привлечь более сильные кадры [Ely, 1990; Burke, McKeen, 1996].

Есть и другое мнение. Авторы одного из недавних исследований [Chapple, Humphrey, 2014] не нашли значимого влияния доли женщин на показатели эффективности компании. Более того, в некоторых отраслях финансовый результат компаний, в совете директоров которых присутствует хотя бы одна женщина, отставал от результата компаний с полностью мужским советом директоров. Авторы замечают, что возросшее внимание к включению женщин в совет директоров и введение норм, регулирующих их численность, может быть связано не столько с целью достижения лучшего финансового результата, сколько со стремлением решения социальных проблем и вопроса равенства полов.

Последние годы множество работ в области корпоративного управления [Beasley et al., 2000; Larcker, Richardson, 2004] было посвящено исследованию влияния размера и независимости комитета по аудиту на эффективность корпоративного управления в компании. Авторы сходятся во мнении [Klein, 2002], что степень независимости комитета по аудиту положительно влияет на эффективность компании. При этом авторы отмеча-

ют, что в большинстве случаев нет необходимости, чтобы комитет на 100% состоял из независимых директоров, достаточно, чтобы большинство директоров были независимыми.

Во многих исследованиях, посвященных анализу корпоративного управления, затрагивается вопрос важности комитета по назначениям, роль которого заключается в оценке членов совета директоров и определении навыков, которыми должны обладать кандидаты на вступление в должность члена совета директоров. Авторы работы [Ruigrok et al., 2006] пришли к выводу о том, что компании, в которых присутствует комитет по назначениям, склонны назначать больше независимых и иностранных директоров. Более того, эта зависимость растет тогда, когда сам комитет является более независимым.

2.5. Механизмы влияния институциональных акционеров на компанию

Все институциональные инвесторы сталкиваются с выбором воздействия на компанию, в которую была осуществлена инвестиция. Можно выделить два основных канала влияния: торговля акциями компании и осуществление мониторинга за менеджментом. Каждый из видов воздействия имеет свои преимущества и ассоциирован с определенными издержками. Мониторинг отличается тем, что в отличие от продажи своей доли, инвесторы пытаются повлиять на менеджмент. Кроме того, мониторинг, как правило, приносит результат не сразу, а в долгосрочной перспективе в отличие от продажи пакета акций, который может быть осуществлен практически мгновенно. Таким образом, инвесторы, прибегающие к мониторингу при помощи участия в заседаниях в совете директоров и прочих мер, занимают пассивную трейдерскую позицию, и наоборот, инвесторы, активно торгующие акциями, занимают пассивную позицию в управлении компанией [Chen et al., 2007].

В исследовании [Chen et al., 2007] было доказано, что издержки осуществления мониторинга снижаются с увеличением доли компании, принадлежащей институциональному инвестору, и периода, прошедшего с момента инвестирования в компанию. В частности, издержки по сбору и анализу данных портфельной компании в большей мере являются фиксированными, соответственно к ним применима экономия на масштабе. Стоит отметить, что большие компании могут со своей стороны снизить издержки мониторинга для инвесторов путем упрощения доступа инвесторов к менеджменту и совету директоров. Авторы работы [Carleton et al., 1998] отмечают, что крупные инвесторы, не имеющие места в совете директоров, часто имеют доступ к топ-менеджменту.

Степень мониторинга также зависит и от типа инвестора. Например, в работе [Brickley et al., 1988] утверждается, что страховые компании и инвестиционные банки в целях сохранения долгосрочных доверительных отношений с портфельными компаниями зачастую воздерживаются от активного вмешательства в управление. В то же время многие независимые инвестиционные компании и публичные пенсионные фонды редко нуждаются в бизнес-отношениях с компаниями, в которые они инвестировали, и уделяют больше внимания мониторингу. Другими словами, издержки осуществления мониторинга у инвесторов, обладающих определенным бизнес-интересом к своим портфельным компаниям, значительно превышают соответствующие издержки независимых инвестиционных компаний за счет того, что излишний мониторинг может испортить их отношения и снизить потенциал ведения бизнеса в будущем [Chen et al., 2007].

Наконец, с течением времени с момента осуществления инвестиции издержки мониторинга снижаются за счет накопленных знаний о компании и ее менеджменте. Таким образом, долгосрочным институциональным инвесторам проще следить за принятием решений и в случае необходимости вмешиваться в корпоративное управление.

Основным преимуществом и главным мотивом мониторинга является возможность влиять на принятие решений менеджментом с целью максимизации своей финансовой выгоды. В отличие от затрат, связанных с мониторингом, его потенциальные выгоды для инвесторов растут с увеличением инвестиционного горизонта. В недавнем исследовании [Harford et al., 2018] автор пришел к выводу, что вне зависимости от того, какой канал мониторинга предпочитают инвесторы, стимулы к нему повышаются по мере длительности владения акциями.

Стоит отметить, что наряду с видимыми для внешних сторон способами мониторинга инвесторы могут оказывать влияние на менеджмент путем встреч, переговоров, общения с ними или через непубличные заседания советов директоров. Такие воздействия трудно проанализировать ввиду того, что они, как правило, нигде не освещаются.

Инвестор может быть сильно вовлечен в управление и при небольшой доле в капитале компании. Более того, акционерное соглашение может наделять миноритарных акционеров большим количеством прав, благодаря чему их влияние заметно повышается. И наоборот, многие инвесторы, которые держат существенные пакеты акций, зачастую избирают пассивную стратегию владения без явного вовлечения в деятельность компании. Тем не менее эмпирически была выявлена положительная закономерность между долей, принадлежащей инвестору, и степенью его вовлеченности в деятельность компании [Connelly et al., 2010].

Авторы, занимающиеся исследованием влияния блокхолдеров на уровень корпоративного управления в компании, сходятся во мнении, что наличие крупных акционеров в компании оказывает положительное влияние на корпоративное управление в компании [Edmans, 2009]. Они утверждают, что зачастую крупные держатели акций оказывают воздействие на менеджмент компании путем распространения корпоративной информации среди участников рынка. Подобное поведение инвесторов приводит к тому, что стоимость акции во многом может зависеть от настроения контролирующих акционеров, что заставляет менеджмент действовать в долгосрочных интересах своих акционеров.

Результаты предыдущих исследований показывают, что в отличие от разрозненных миноритариев, крупные инвесторы имеют серьезные стимулы к мониторингу менеджмента и предпринимают действия, направленные на увеличение стоимости фирмы [Edmans, 2009]. Такая активность крупных акционеров вызвана тем, что в отличие от держателей небольших блоков акций, для которых инвестиция не занимает значимую часть их портфеля, крупные акционеры берут на себя намного больше рисков и сильно зависят от компании [Demsetz, Lehn, 1985].

В исследованиях нет консенсуса относительно влияния нескольких крупных акционеров на их вовлеченность в управление компании. Например, в работе [Mauri, Rajuste, 2005] показано, что двум крупным акционерам тяжело ужиться в компании и это негативно сказывается на ее эффективности. В то же время авторы замечают, что при наличии трех крупных акционеров эффективность компании увеличивается. Много исследований было посвящено оценке влияния концентрации собственности на корпоративное

управление и эффективность компании. Так, в исследовании [Konijn et al., 2011] было выявлено, что концентрация собственности положительно влияет на эффективность компании. То есть компания, где большая доля принадлежит блокирующим акционерам, по мнению авторов, является более эффективной, чем та, где акции распределены между большим количеством миноритарных акционеров.

3. Гипотезы о влиянии структуры собственности и корпоративного управления на эффективность компании

В нашей работе мы хотим показать, что наличие в компании институциональных акционеров с долгосрочным горизонтом инвестирования приводит к развитию в ней более эффективных практик корпоративного управления, что, в конечном счете, положительно отражается и на эффективности компании (firm performance) в целом.

Таким образом, основываясь на широком пласте исследований, посвященных влиянию институциональных инвесторов на корпоративное управление компании, мы тестируем следующие гипотезы.

***Гипотеза 1.** Увеличение доли долгосрочных инвесторов повышает качество корпоративного управления.*

***Гипотеза 2.** Влияние долгосрочных инвесторов на корпоративное управление сильнее при более концентрированной собственности.*

***Гипотеза 3.** Доля, принадлежащая долгосрочным инвесторам, и качество корпоративного управления положительно влияют на эффективность компании.*

4. Данные и методология

В настоящем исследовании была использована выборка американских компаний из широкого индекса RUSSELL 3000, который включает в себя как крупные компании, так и компании средней и малой капитализации. Временной период представлен 2005–2015 годами. Мы исключили из анализа наблюдения, в которых были пропущены данные по совокупным активам, а также компании, принадлежащие к отрасли недвижимости, и финансовые организации. Данные по структуре собственности и финансовые показатели были взяты из базы данных Bloomberg; данные по корпоративному управлению были взяты из базы данных Capital IQ. Учитывая, что не все параметры корпоративного управления обязательны к раскрытию в отчетности, панель данных несбалансированная и количество наблюдений (количество компаний × количество лет) может отличаться в зависимости от выбранного параметра корпоративного управления. По части параметров корпоративного управления базы данных предоставляют информацию начиная с 2010 г.

При проведении подобного анализа важной потенциальной проблемой является вопрос причинно-следственных связей. Так, долгосрочные инвесторы могут изначально выбирать для инвестиций компании с высоким уровнем корпоративного управления. Поэтому, следуя примеру авторов [Harford et al., 2018], в исследовании доли владения долгосрочных инвесторов будут братья с временным лагом. Учитывая возможность возникновения эндогенности и ввиду возможного пропуска существенных переменных, мы используем модели с фиксированными эффектами по компаниям [Listokin, 2008] и кластер-робастные ошибки.

Следуя подходу [Derrien et al., 2013; Harford et al., 2018], мы разбили выборку на четыре группы в зависимости от оборачиваемости портфеля инвесторов. Разделение на квартили было выполнено следующим образом: группа 1 – оборачиваемость портфеля меньше 20%, группа 2 – оборачиваемость портфеля от 20 до 50%, группа 3 – от 50 до 70%, группа 4 – больше 70%. Инвесторы, входящие в группы 1 и 2, относятся к долгосрочным. При тестировании гипотез мы будем анализировать результаты в зависимости от того, какая доля принадлежит долгосрочным инвесторам.

Методология исследования включает в себя дескриптивный анализ показателей и регрессионный анализ панельных данных, где в качестве зависимых переменных выступают показатели качества корпоративного управления (для тестирования Гипотез 1 и 2) и показатель эффективности компании (Q-Tobin) для тестирования Гипотезы 3. Для учета изменений показателей в динамике были использованы модели с фиксированными эффектами и кластер-робастными ошибками. Полный список используемых переменных представлен в табл. 1.

Таблица 1.

Описание переменных

Переменная	Описание
<i>Показатели уровня корпоративного управления</i>	
CG_m	Corporate governance measures, показатели корпоративного управления
Independence	Степень независимости совета директоров (доля независимых директоров в составе совета)
Insiders	Доля собственности инсайдеров
Ind_audit	Степень независимости директоров комитета по аудиту
Ind_nom	Степень независимости директоров комитета по назначениям
Gender_div	Gender diversity, доля женщин в совете директоров
Nom_chair	Показатель независимости председателя комитета по назначениям (равен 1, если председатель независимый и 0 в иных случаях)
Duality	CEO duality, совмещение должности председателя совета директоров и CEO (равен 1 при совмещении должностей и 0 иначе)
<i>Показатели собственности институциональных инвесторов</i>	
LT_investors	Доля собственности долгосрочных инвесторов
top5	Доля собственности 5 крупнейших инвесторов
top5_dummy	Дамми переменная, равная 1 при концентрации собственности 5 крупнейших инвесторов выше медианного уровня по выборке, 0 иначе.
LT_top5	Кросс-переменная доли собственности долгосрочных инвесторов и дамми-переменной top5_dummy

Окончание табл. 1.

Переменная	Описание
<i>Показатель эффективности компании</i>	
Q-Tobin	Показатель эффективности деятельности компании, отражающий отношение рыночной стоимости собственного капитала к балансовой стоимости собственного капитала
<i>Контрольные переменные</i>	
Sh_yield	Shareholder yield, доходность собственного капитала
Size	Размер капитала компании (натуральный логарифм совокупных активов компании)
Age	Возраст компании
Leverage	Уровень совокупного долга компании в совокупном капитале (финансовый рычаг компании, financial leverage)

Для тестирования первой гипотезы проводилась оценка следующего уравнения регрессии:

$$(1) \quad G_m_{it} = \alpha_1 + \alpha_2 LT_investors_{it-1} + \alpha_3 top5_{it} + \alpha_4 sh_yield_{it} + \alpha_5 size_{it} + \alpha_6 age_{it} + \alpha_7 leverage_{it} + \varepsilon_{it},$$

где G_m_{it} – Corporate governance measures – показатели корпоративного управления i -й компании в t -й период.

В качестве контрольных переменных для учета фундаментальных характеристик компании, способных повлиять на зависимые переменные, нами были использованы [Anderson et al., 2004]: доходность собственного капитала, размер капитала компании, возраст компании, уровень совокупного долга компании в совокупном капитале.

В качестве показателей корпоративного управления нами рассмотрены показатели, представленные в табл. 1.

Для тестирования второй гипотезы проводилась оценка следующего уравнения регрессии:

$$(2) \quad G_m_{it} = \beta_1 + \beta_2 LT_investors_{it-1} + \beta_3 top5_dummy_{it} + \beta_4 LT \cdot top5_{it} + \beta_5 sh_yield_{it} + \beta_6 size_{it} + \beta_7 age_{it} + \beta_8 leverage_{it} + \delta_{it}.$$

При тестировании второй гипотезы был использован тот же набор контрольных переменных.

Тестирование третьей гипотезы проводилось посредством оценки следующего уравнения регрессии:

$$(3) \quad QTobin_{it} = \gamma_1 + \gamma_2 independence_{it} + \gamma_3 gender_div_{it} + \gamma_4 ind_audit_{it} + \gamma_5 ind_nom_{it} + \gamma_6 size_{it} + \gamma_7 insiders_{it} + \theta_{it},$$

где $QTobin_{it}$ – показатель эффективности деятельности компании, отражающий отношение рыночной стоимости собственного капитала к балансовой стоимости собственного капитала.

В условиях высокого уровня независимости советов директоров совмещение должности председателя совета директоров и СЕО влияет на процент независимых директоров, поэтому в регрессию включен наиболее значимый для институциональных инвесторов параметр. Аналогично независимый председатель комитета по назначениям влияет на уровень независимости самого комитета. Для исключения проблемы мультиколлинеарности для включения в регрессию нами выбран параметр уровня независимости комитета по назначениям.

Тестирование проводилось по подгруппам компаний в зависимости от доли, принадлежащей долгосрочным институциональным инвесторам. Результаты эмпирического тестирования Гипотезы 3 контролировались на размер капитала компании (переменная *size*).

5. Результаты исследования

5.1. Deskриптивная статистика

Deskриптивный анализ выборки показал следующие результаты по анализу инвестиционного горизонта инвесторов в зависимости от типа инвестора (табл. 2).

Из табл. 2 видно, что наименьшая оборачиваемость наблюдается у суверенных инвестиционных фондов, эндаумент-фондов и PE/VC фондов, в то время как наибольшая оборачиваемость – у хедж-фондов. Эти результаты соответствуют природе этих фондов и совпадают с наблюдениями предыдущих авторов [Bebchuk et al., 2015]. Наиболее многочисленная категория – традиционные инвестиционные фонды – также обладает низкой оборачиваемостью и может быть отнесена к группе долгосрочных инвесторов.

Так как мы располагали данными об оборачиваемости портфеля по каждому отдельному инвестору, при определении доли, принадлежащей долгосрочным инвесторам, в наш расчет также попали инвесторы из групп, которые на агрегированном уровне относятся к краткосрочным. Такое деление позволяет получить более качественные результаты исследования.

Таблица 2.

**Инвестиционные горизонты
различных видов институциональных инвесторов⁴**

Тип фонда	Число фондов	Средняя оборачиваемость, %	Доля долгосрочных инвесторов, %	Категория оборачиваемости
Суверенные инвестиционные фонды	1	5	100	Очень низкая
Эндаумент фонды	4	14	100	Очень низкая
PE/VC фонды	86	19	93	Очень низкая

⁴ По состоянию на 17.04.2019 г.

Окончание табл. 2.

Тип фонда	Число фондов	Средняя оборачиваемость, %	Доля долгосрочных инвесторов, %	Категория оборачиваемости
REIT/Недвижимость	4	23	100	Низкая
Государственные пенсионные фонды	14	23	93	Низкая
Корпоративные пенсионные фонды	8	24	100	Низкая
Частные инвестиционные фонды	37	27	92	Низкая
Традиционные инвестиционные фонды	802	32	87	Низкая
Страховые компании	8	37	75	Низкая
Банки/инвестиционные банки	27	60	56	Высокая
Хедж-фонды	403	70	42	Высокая
Среднее по всем фондам		43	74	Низкая
Всего наблюдений	1388			

Источник: расчеты авторов.

Из табл. 3 следует, что минимальное значение доли, принадлежащей топ-5 долгосрочным инвесторам по исследуемой выборке – 9,8%, в то время как максимальное значение – 100%.

Таблица 3.
Распределение компаний по квартилям в зависимости от доли, принадлежащей топ-5 долгосрочных инвесторов (по состоянию на конец 2015 г.)

Квартиль	Доля, принадлежащая топ-5 долгосрочным инвесторам, %
Минимум	9,8
25%	31,6
50%	38,2
Максимум	100,0
Среднее	41,59
Всего компаний	1,934
Стандартное отклонение	14,70

Источник: расчеты авторов.

Перед эмпирической проверкой наших гипотез мы рассчитали показатели качества корпоративного управления в зависимости от доли, принадлежащей долгосрочным инвесторам (табл. 4).

Результаты дескриптивного анализа в табл. 4 свидетельствуют о том, что качество корпоративного управления растет при увеличении доли долгосрочных инвесторов. Из таблицы видно, что средний процент независимых директоров в группе, где долгосрочным инвесторам принадлежит менее 20%, ниже, чем в группе с долгосрочным владением от 20 до 50%. Максимальная средняя доля независимых директоров наблюдается в группе, где долгосрочным инвесторам принадлежит больше 80% компании. Учитывая, что в большинстве предыдущих исследований ученые пришли к выводу о том, что более независимый совет директоров оказывает положительное влияние на компанию и свидетельствует о высоком качестве корпоративного управления, наши результаты подтвердили положительное влияние доли долгосрочного владения на качество корпоративного управления.

Результаты по доле независимых директоров в комитетах по аудиту и по назначениям показывают, что при росте доли компании, принадлежащей долгосрочным инвесторам, степень независимости комитетов увеличивается.

Также, согласно нашим результатам, доля женщин в совете директоров увеличивается по мере роста доли, принадлежащей долгосрочным инвесторам. Из табл. 4 видно, что доля женщин в минимальной группе долгосрочного владения составляет 8%, в то время как в группе, где долгосрочная доля владения превышает 70%, доля женщин уже на уровне 15%.

Показатель возраста CEO демонстрирует низкую волатильность, что не позволяет сделать выводов о различиях в возрасте CEO при разных долях, принадлежащих долгосрочным инвесторам. В дальнейшем данный показатель не используется в анализе.

Таблица 4.

**Показатели корпоративного управления и контрольных переменных
в зависимости от доли, принадлежащей долгосрочным инвесторам
(данные представлены по результатам 2015 г.)**

	< 20%	20–50%	50–70%	> 70%	Всего
Доля независимых директоров, %	72	73	78	80	78
Доля, принадлежащая инсайдерам, %	11	10	7	4	6
Количество независимых директоров в комитете по аудиту	2,9	3,3	3,4	3,6	3,5
Доля независимых директоров в комитете по аудиту, %	98,7	99,4	99,7	99,8	99,6
Количество независимых директоров в комитете по назначениям	3,0	3,3	3,5	3,8	3,6
Доля независимых директоров в комитете по назначениям, %	92	96	98	98	97
Независимый глава комитета по назначениям, %	95	97	98	99	98
Возраст CEO, лет	57,1	55,5	56,0	56,4	56,2

Окончание табл. 4.

	< 20%	20–50%	50–70%	> 70%	Всего
Доля женщин в совете директоров, %	8	10	12	15	13
CEO duality, %	28	41	43	38	39
Доходность собственного капитала, %	-0,06	1,35	-1,06	1,59	0,93
Размер капитала компании (натуральный логарифм совокупных активов компании), ед.	6,59	7,33	6,33	6,57	7,15
Возраст компании, лет	37,28	27,33	17,14	14,86	24,53
Финансовый рычаг компании (отношение совокупного долга к совокупному капиталу), ед.	-0,21	0,177	-0,165	-0,127	0,150
Всего компаний	59	286	344	1208	1897

Источник: расчеты авторов.

По показателю «CEO duality» наши результаты оказались противоречивыми. В группе с наименьшей долей долгосрочного владения наблюдается наименьший процент компаний, в которых CEO совмещает свою должность с должностью председателя совета директоров, затем по мере увеличения доли долгосрочного владения этот показатель также растет. Стоит отметить, что в предыдущих исследованиях также нет единого понимания относительно влияния данного показателя на эффективность компаний. С одной стороны, некоторые ученые считают [Lorsch, MacIver, 1989; FizeL, Louie, 1990], что должности должны быть разделены, для того чтобы совет директоров мог эффективно выполнять функцию мониторинга. С другой стороны, совмещение должностей зачастую бывает полезно, потому что это помогает снизить агентский конфликт в компании и увеличить эффективность компании [Stoerberl, Sherony, 1985; Anderson, Anthony, 1986].

5.2. Показатели качества корпоративного управления и долгосрочные инвесторы

Результаты регрессионного анализа представлены в табл. 5.

Таблица 5.

Результаты регрессионного анализа

VARIABLES	(1) independence	(2) insiders	(3) ind_audit	(4) Ind_nom	(5) gender_div	(6) nom_chair	(7) duality
Lt_investors(t-1)	0,0495** (0,0202)	-0,00617 [†] (0,00401)	0,0155** (0,00772)	0,00162** (0,000806)	0,00398 (0,00669)	0,00509*** (0,00183)	-0,00504* (0,00271)
Top5	-0,0876*** (0,0232)	0,0144* (0,00793)	-0,0174* (0,0103)	-0,00242 (0,00212)	-0,0256** (0,0126)	-0,00216 (0,00331)	-0,0238*** (0,00619)
Shareholder_yield	0,00429 (0,00504)	-0,00381 (0,00345)	0,00273 (0,00221)	-0,000345 (0,000657)	-0,00219 (0,00295)	-0,00345** (0,00157)	0,00268* (0,00139)

Окончание табл. 5.

VARIABLES	(1) independence	(2) insiders	(3) ind_audit	(4) Ind_nom	(5) gender_div	(6) nom_chair	(7) duality
Size	0,0246 (0,426)	-1,027** (0,469)	0,148 (0,201)	0,0883** (0,0448)	-0,363 (0,248)	0,372*** (0,0319)	0,335*** (0,0578)
Age	0,525*** (0,0853)	-0,143*** (0,0507)	0,0717** (0,0283)	0,0139 (0,00949)	1,138*** (0,0494)	0,00845*** (0,00185)	0,0277*** (0,00440)
Leverage	0,00342 (0,00224)	-0,000427 (0,000512)	-0,00597 (0,00588)	0,000498 (0,000427)	-0,00185* (0,00102)	0,000548 (0,000507)	0,00122* (0,000647)
Lnsig2u						0,386*** (0,148)	2,698*** (0,0884)
Количество наблюдений	7,841	5,947	6,836	6,508	9,796	9,796	9,796
R-squared	0,032	0,028	0,007	0,009	0,209		
Количество компаний	1,485	1,461	1,485	1,424	1,582	1,582	1,582

Примечания. В таблице представлены результаты регрессий показателей качества корпоративного управления в зависимости от показателей структуры собственности. Данные представлены нефинансовыми компаниями, входящими в индекс Russell, за 2005–2015 гг. Приведены результаты регрессий с фиксированными эффектами и кластер-робастными ошибками. Спецификации (6)–(7) оценены с помощью логит-регрессий с робастными ошибками.

В скобках указаны робастные стандартные ошибки. ***, **, *[†] обозначают статистическую значимость на 1-, 5-, 10- и 15-процентных уровнях соответственно.

Исходя из расчетов, можно сделать вывод о том, что Гипотеза 1 не отвергается: наблюдается положительное влияние доли долгосрочных инвесторов на показатели качества корпоративного управления. Полученные нами результаты робастны при учете кризиса. Результаты оценки моделей с учетом кризиса могут быть предоставлены авторами по запросу.

Согласно нашим результатам, доля независимых директоров растет при росте доли долгосрочного владения (спецификация (1)). Это может быть объяснено тем, что долгосрочным инвесторам проще осуществлять мониторинг, назначив большее количество независимых директоров. В таком случае риск принятия решений, выгодных только менеджменту, будет существенно снижен. Аналогичные результаты получены для спецификаций (3), (4), (6), отражая положительное влияние доли долгосрочных инвесторов на долю независимых директоров в комитетах по аудиту и назначениям, а также на наличие независимого главы комитета по назначениям. Долгосрочные инвесторы предпочитают независимые комитеты по назначениям и аудиту с целью обезопасить себя от формирования лояльного менеджменту совета директоров. Данный эффект усиливается выявленным отрицательным влиянием доли долгосрочных инвесторов на показатель «CEO duality» (спецификация (7)).

Результаты регрессии (2) демонстрируют слабую отрицательную зависимость между долей, принадлежащей долгосрочным инвесторам, и долей, принадлежащей инсайдерам. Данный результат объясняется во многом замещением доли инсайдеров долями долгосрочных инвесторов.

В то же время мы не выявили значимого влияния изменения долгосрочного владения на динамику процента женщин в совете директоров (спецификация (5)). Это может быть связано с нелинейной зависимостью доли женщин от доли долгосрочных инвесторов и степени концентрации собственности.

5.3. Влияние концентрации собственности

Для проверки Гипотезы 2 о том, что концентрация собственности усиливает влияние долгосрочных инвесторов на качество корпоративного управления, мы добавили в модели кросс-переменную, которая рассчитана как дамми-переменная, отвечающая за концентрацию собственности (принимает значение 1 в тех случаях, когда топ-5 инвесторам принадлежит более 46%, что соответствует медианному значению по нашей выборке, и значение 0 в остальных случаях), перемноженная на долю долгосрочного владения.

Из табл. 6 можно сделать вывод, что кросс-переменная значима практически во всех регрессиях, однако степень значимости не всегда высокая. Это подтверждает усиление влияния долгосрочных инвесторов на показатели качества корпоративного управления с ростом концентрации собственности, однако в то же время показывает, что для части показателей взаимосвязь качества корпоративного управления и концентрации собственности не всегда линейна. Поэтому с целью дальнейшего анализа роли концентрации собственности мы разделили выборку на четыре подгруппы, в зависимости от доли, принадлежащей топ-5 крупнейшим инвесторам, и оценили влияние долгосрочного владения на уровень независимости совета директоров (как на показатель, наиболее чувствительный к изменениям в структуре собственности, согласно полученным нами результатам), а также на долю женщин в совете директоров и долю собственности инсайдеров, так как по данным показателям (табл. 5) нам не удалось выявить значимости на 10-процентном уровне (Приложение, табл. П1–П3). Для наиболее удобного восприятия таблицы в данном разделе представлены результаты регрессий на один показатель корпоративного управления.

Таблица 6.

Результаты регрессионного анализа с кросс-переменной

VARIABLES	(1) independence	(2) insiders	(3) ind_audit	(4) Ind_nom	(5) gender_div	(6) nom_chair	(7) duality
Lt_investors(t-1)	0,0387** (0,0185)	-0,00598 (0,00371)	0,0126* (0,00656)	0,00129 (0,000801)	0,00104 (0,00675)	0,00406* (0,00215)	-0,00329 (0,00260)
Top5_dummy	-6,042*** (1,642)	0,594 (0,560)	-1,486 (1,042)	-0,199* (0,113)	-1,108 (0,803)	-0,311 (0,241)	-0,205 (0,409)
Cross3	0,0632*** (0,0196)	-0,00444 (0,00646)	0,0160 [†] (0,0111)	0,00210 [†] (0,00139)	0,0151 [†] (0,00951)	-0,000746 (0,00331)	-0,00454 (0,00517)
Shareholder_yield	0,00301 (0,00502)	-0,00367 (0,00342)	0,00246 (0,00224)	-0,000381 (0,000660)	-0,00205 (0,00296)	-0,00353** (0,00156)	0,00270* (0,00146)
Size	-0,0685 (0,428)	-1,077** (0,458)	0,137 (0,200)	0,0868* (0,0446)	-0,362 (0,248)	0,367*** (0,0313)	0,346*** (0,0571)
Age	0,510*** (0,0849)	-0,130*** (0,0506)	0,0664** (0,0280)	0,0135 (0,00945)	1,140*** (0,0495)	0,00799*** (0,00183)	0,0281*** (0,00436)

Окончание табл. 6.

VARIABLES	(1) independence	(2) insiders	(3) ind_audit	(4) Ind_nom	(5) gender_div	(6) nom_chair	(7) duality
Leverage	0,00311 (0,00221)	-0,000403 (0,000524)	-0,00603 (0,00587)	0,000491 (0,000430)	-0,00190* (0,00101)	0,000507 (0,000512)	0,00115* (0,000654)
Lnsig2u						0,390*** (0,149)	2,691*** (0,0876)
Constant	62,54*** (3,245)	17,79*** (2,707)	95,65*** (1,413)	2,697*** (0,281)	-17,52*** (1,762)	-2,443*** (0,291)	-4,051*** (0,473)
Количество наблюдений	7,871	5,972	6,862	6,532	9,833	9,833	9,833
R-squared	0,031	0,028	0,007	0,009	0,209		
Количество компаний	1,487	1,465	1,488	1,427	1,584	1,584	1,584

Примечания. Данные представлены нефинансовыми компаниями, входящими в индекс Russell, за 2005–2015 гг. Представлены результаты регрессий с фиксированными эффектами и кластер-робастными ошибками. Спецификации (6)–(7) оценены с помощью логит-регрессий с робастными ошибками.

В скобках указаны робастные стандартные ошибки. ***, **, *, † обозначает статистическую значимость на 1-, 5-, 10- и 15-процентных уровнях соответственно.

Основываясь на результатах, представленных в табл. П1 Приложения, можно сделать вывод о том, что Гипотеза 2 не отвергается. Из таблицы видно, что доля долгосрочного владения не оказывает значимого влияния на степень независимости совета директоров в подвыборке компаний с наименьшей концентрацией собственности. При этом наблюдается значимая связь у компаний с большей концентрацией собственности. Группа с наиболее концентрированной собственностью отличается наибольшей статистически и экономически значимой зависимостью по показателю доли долгосрочного владения.

Результаты регрессий на долю женщин в совете директоров также оказались не отвергающими Гипотезу 2. Из табл. П2 видно, что долгосрочная доля владения оказывает значимое положительное влияние на долю женщин в совете директоров только в подвыборках компаний с высококонцентрированной собственностью.

Наконец, из табл. П3 можно сделать вывод, что доля долгосрочных инвесторов отрицательно влияет на долю собственности инсайдеров при умеренной концентрации собственности. В случае чрезмерно высокой (свыше 70%) концентрации собственности данный эффект становится незначимым, также как и в случае абсолютно распыленной собственности. В первом случае это, вероятнее всего, происходит за счет крайне низкой волатильности доли инсайдеров, когда вся собственность находится в руках 1–5 инвесторов. Во втором случае – при абсолютно распыленной собственности – в компании нет или недостаточно инвесторов, которые могут существенно повлиять на корпоративное управление, и решения в этом случае принимаются по классическим англосаксонским традициям управления.

5.4. Влияние долгосрочных институциональных инвесторов и корпоративного управления на эффективность компании

В табл. 7 представлены результаты регрессионного анализа показателей корпоративного управления на эффективность компании с учетом долгосрочного владения институциональных инвесторов.

Результаты представлены по подвыборкам в зависимости от доли, принадлежащей долгосрочным акционерам. Заметим, что по мере увеличения доли, принадлежащей долгосрочным инвесторам, степень и значимость влияния показателей качества корпоративного управления на эффективность компании растет. Основываясь на полученных результатах, можно утверждать, что Гипотеза 3 не отвергается.

Таблица 7.

Результаты регрессий на эффективность компании

	< 20% Q Tobin	20–50% Q Tobin	50–70% Q Tobin	Более 70% Q Tobin
Independence	0,00207 (0,0192)	0,0104** (0,0095)	0,0237** (0,0058)	0,0308** (0,0129)
Gender_div	-0,029 -0,0547	0,00823 -0,0116	-0,000695 -0,00631	0,0227* -0,0135
Ind_nom	-0,336 (0,4510)	0,298** (0,1250)	0,00804 (0,0384)	0,154* (0,0917)
Ind_audit		-0,0288 (0,0469)	0,0129 (0,0098)	
Insiders	-0,0158 (0,0272)	0,00363 (0,0084)	-0,0116 (0,0098)	0,019 (0,0149)
Size	-0,436** (0,1990)	-0,385*** (0,0780)	-0,349*** (0,0333)	-0,235*** (0,0565)
Const	5,364** (2,2830)	5,289 (4,6040)	3,151*** (1,1050)	0,799 (0,8680)
Количество компаний	37	176	1,961	74
R-squared	0,362	0,282	0,07	0,315

Примечания. Данные представлены нефинансовыми компаниями, входящими в индекс Russell, за 2005–2015 гг. За прокси эффективности компании был взят показатель Q-Тобина. В скобках указаны стандартные ошибки. ***, **, * обозначает статистическую значимость на 1-, 5-, 10-процентных уровнях соответственно.

6. Заключение

Данное исследование посвящено анализу влияния долгосрочных институциональных инвесторов, т.е. институциональных инвесторов с длинным горизонтом инвестирования, на качество корпоративного управления и эффективность компаний.

На выборке компаний, входящих в индекс RUSSELL 3000, мы смогли получить следующие результаты.

Во-первых, в компаниях с более высокой долгосрочной долей владения наблюдается более высокое качество корпоративного управления. В качестве возможных причин, объясняющих этот феномен, мы видим, что долгосрочные инвесторы больше, чем другие инвесторы, осуществляют мониторинг и стараются быть вовлеченными в деятельность компании.

Во-вторых, мы выявили, что важным фактором, способным усилить влияние долгосрочных инвесторов на корпоративное управление, является степень концентрации собственности. Это связано с тем, что более высокая доля владения предполагает большую вовлеченность инвесторов в процесс управления компаний и повышает степень их мониторинга.

Наконец, мы нашли подтверждение тому, что доля, принадлежащая долгосрочным инвесторам, положительно влияет на эффективность компании. Это говорит о том, что стимулы долгосрочных инвесторов заключаются в наращивании стоимости компаний, достигаемой при помощи более эффективного принятия решений и снижения агентских конфликтов в компании.

Мы также видим большой простор для дальнейшего анализа роли как институциональных, так и в целом долгосрочных инвесторов в жизни компании. Дальнейшие исследования могут быть направлены на определение роли долгосрочных инвесторов в принятии компаниями стратегических решений, включая дивидендную политику, сделки M&A, инвестиционную программу. Кроме того, в литературе практически отсутствуют исследования, проведенные на развивающихся рынках капитала. По мере роста информации по инвесторам на развивающихся рынках капитала возможными станут исследования на рынках, сильно отличающихся уровнем развития финансовой системы, институциональной средой, ролью государственных структур в бизнесе.

Приложение.

Таблица П1.

**Результаты регрессий на независимость совета директоров
в зависимости от доли, принадлежащей топ-5 инвесторам**

VARIABLES	< 20% independence	20–50% independence	50–70% independence	Более 70% independence
It_investors(t-1)	0,0531 (0,0407)	0,0663*** (0,00739)	0,103*** (0,0214)	0,170*** (0,0338)
Top5	-0,387 (0,294)	-0,229*** (0,0237)	-0,0721 (0,0997)	0,153 (0,0931)
Shareholder_yield	-0,0282 (0,0459)	0,00808 (0,00953)	0,00919 (0,0205)	0,0108 (0,0365)

Окончание табл. П1.

VARIABLES	< 20% independence	20–50% independence	50–70% independence	Более 70% independence
Size	1,785*** (0,372)	1,192*** (0,102)	-0,854*** (0,298)	-4,073*** (0,498)
Age	0,00313 (0,0189)	0,0455*** (0,00564)	0,0451* (0,0262)	0,116*** (0,0378)
Leverage	-0,00939 (0,0237)	0,00820 (0,00500)	0,00943 (0,0114)	0,0217 (0,0454)
Constant	69,40*** (4,992)	72,38*** (1,416)	75,54*** (6,532)	74,29*** (7,824)
Observations	260	6,474	770	337
R-squared	0,151	0,087	0,053	0,226

Примечания. Здесь и далее в таблицах Приложения данные представлены нефинансовыми компаниями, входящими в индекс Russell, за 2005–2015 гг. В скобках указаны стандартные ошибки. ***, **, * обозначает статистическую значимость на 1-, 5-, 10-процентных уровнях соответственно.

Таблица П2.

**Результаты регрессий на долю женщин в совете директоров
в зависимости от доли, принадлежащей топ-5 инвесторам**

VARIABLES	< 20% gender_div	20–50% gender_div	50–70% gender_div	Более 70% gender_div
lt_investors(t-1)	0,00615 (0,0331)	-0,00193 (0,00462)	0,0258** (0,0113)	0,0326* (0,0195)
Top5	0,267 (0,230)	-0,0515*** (0,0159)	-0,0187 (0,0544)	-0,0728 (0,0442)
Shareholder_yield	0,0158 (0,0388)	0,0104* (0,00547)	-0,00248 (0,00869)	0,00337 (0,00857)
Size	2,016*** (0,292)	1,882*** (0,0645)	0,912*** (0,160)	0,205 (0,294)
Age	0,0399*** (0,0150)	0,0488*** (0,00391)	0,0453*** (0,0155)	0,0697*** (0,0226)
Leverage	-0,00529 (0,0213)	-0,00162 (0,00282)	0,000239 (0,00756)	0,0185 (0,0308)
Constant	-7,498* (3,829)	-1,495* (0,892)	0,998 (3,502)	9,869** (3,875)
Observations	322	7,912	1,092	470
R-squared	0,266	0,155	0,045	0,031

Таблица ПЗ.

**Результаты регрессий на долю собственности инсайдеров
в зависимости от доли, принадлежащей топ-5 инвесторам**

VARIABLES	< 20% insiders	20–50% insiders	50–70% insiders	Более 70% insiders
It_investors(t-1)	0,0224 (0,0502)	-0,0603*** (0,00462)	-0,0555** (0,0223)	-0,0876 (0,0537)
Top5	-0,974*** (0,300)	0,133*** (0,0154)	-0,0115 (0,105)	-0,161 (0,123)
Shareholder_yield	0,0792 (0,0645)	0,00707 (0,00628)	-0,0178 (0,0254)	0,0579 (0,0509)
Size	-1,304*** (0,397)	-1,252*** (0,0634)	-0,891*** (0,308)	-1,113 (0,698)
Age	0,000841 (0,0185)	-0,00609 (0,00371)	-0,000241 (0,0269)	0,0640 (0,0532)
Leverage	0,0419 (0,234)	0,000527 (0,00293)	0,00661 (0,0109)	0,0253 (0,0569)
Constant	30,76*** (5,199)	14,87*** (0,898)	20,00*** (6,840)	32,65*** (10,53)
Observations	132	4,93	619	266
R-squared	0,241	0,168	0,028	0,042

* *

*

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

- Anderson C.A., Anthony R.N.* The New Corporate Directors. New York: Wiley, 1986.
- Anderson R., Mansi S., Reeb D.* Board Characteristics, Accounting Report Integrity, and the Cost of Debt // Journal of Accounting and Economics. 2004. 37. P. 315–342.
- Badhani K.N., Ashish Kumar, Xuan Vinh Vo, Mangesh Tyade.* Do Institutional Investors Perform better in Emerging Markets? // International Review of Economics & Finance. 2022. (<https://doi.org/10.1016/j.iref.2022.01.003>)
- Beasley M.* An Empirical Analysis of the Relation between the Board of Director Composition and Financial Statement Fraud // The Accounting Review. 1996. 71. P. 443–465.
- Beasley M., Carcello J., Hermanson D., Lapedes P.* Fraudulent Financial Reporting: Consideration of Industry Traits and Corporate Governance Mechanisms // Accounting Horizons. 2000. 14. P. 441–454.
- Bebchuk L., Brav A., Jiang W.* The Long-term Effects of Hedge Fund Activism // Columbia Law Review. 2015. Vol. 115. № 5.
- Bharat S., Black B., Blair M.* Relational Investing and Firm Performance // Journal of Financial Research. 2004. 27(1). P. 1–30.

- Bonazzi L., Sardar M.N.* Agency Theory and Corporate Governance: A Study of the Effectiveness of Board in their Monitoring of the CEO // *Journal of Modelling in Management*. 2007. Vol. 2. № 1. P. 7–23.
- Bonizzi B.* Institutional Investors' Allocation to Emerging Markets: A Panel Approach to Asset Demand // *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*. 2017. Vol. 47. P. 47–64.
- Brennan N., McDermott M.* Alternative Perspectives on Independence of Directors // *Corporate Governance: An International Review*. 2004. 12(3). P. 325–336.
- Brickley J., Lease R., Smith Jr.C.* Ownership Structure and Voting on Antitakeover Amendments // *Journal of Financial Economics*. 1988. 20. P. 267–291.
- Burke R.J., McKeen C.A.* Do Women at the Top Make a Difference? Gender Proportions and Experiences of Managerial and Professional Women // *Human Relations*. 1996. Vol. 49. № 8. P. 1093–1104.
- Campbell K., Mínguez-Vera A.* Gender Diversity in the Boardroom and Firm Financial Performance // *Journal of Business Ethics*. 2008. 83(3). P. 435–451.
- Carleton W.T., Nelson J.M., Weisbach M.* The Influence of Institutions on Corporate Governance Through Private Negotiations: Evidence from TIAA-CREF // *The Journal of Finance*. 1998. 53. P. 1335–1362.
- Carter D.A., Simkins B.J., Simpson W.G.* Corporate Governance, Board Diversity, and Firm Value // *Financial Review*. 2003. 38(1). P. 33–53.
- Carver J.* Boards that Make a Difference. San Francisco, CA: Jossey-Bass, 1990.
- Chapple L., Humphrey J.E.* Does Board Gender Diversity Have a Financial Impact? Evidence Using Stock Portfolio Performance // *Journal of Business Ethics*. 2014. 122(4). P. 709–723.
- Chen Xia, Harford Jarrad, Li Kai.* Monitoring: Which Institutions Matter? // *Journal of Financial Economics*. 2007. 86. P. 279–305.
- Connelly B., Hoskisson R., Tihanyi L., Certo T.* Ownership As a Form of Corporate Governance // *Journal of Management Studies*. 2010. Vol. 47. № 8.
- Demsetz H., Lehn K.* The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences // *Journal of Political Economy*. 1985. 93(6). P. 1155–1177.
- Derrien F., Kecskés A., Thesmar D.* Investor Horizons and Corporate Policies // *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 2013. 48. P. 1755–1780.
- Dunn P.* The Impact of Insider Power on Fraudulent Financial Reporting // *Journal of Management*. 2004. 30. P. 397–412.
- Edelen R.M.* Investor Flows and the Assessed Performance of Open-end Mutual Funds // *Journal of Financial Economics*. 1999. 5. P. 439–466.
- Edmans A.* Blockholder Trading, Market Efficiency, and Managerial Myopia // *The Journal of Finance*. 2009. 64(6). P. 2481–2513.
- Ely R.* The Role of Men in Relationships among Professional Women. Academy of Management Best Paper Proceedings. 1990. P. 64–368.
- Falato A., Kadyrzhanova D., Lel U.* Distracted Directors: Does Board Busyness Hurt Shareholder Value? // *Journal of Financial Economics*. 2014. 113. P. 404–426.
- Fama E.F., Jensen M.C.* Separation of Ownership and Control // *Journal of Law and Economics*. 1983. 26. P. 301–325.
- Fizel J.L., Louie K.K.T.* CEO Retention, Firm Performance and Corporate Governance // *Managerial and Decision Economics*. 1990. P. 167–176.
- Gaspar J.-M., Massa M., Matos P.* Shareholder Investment Horizons and the Market for Corporate Control // *Journal of Financial Economics*. 2005. 76. P. 135–165.
- Gilpatrick K.* Invite Youthful Insight // *Credit Union Management*. 2000. 23. P. 28–29.
- Harford J., Kecskés A., Mansi S.* Do Long-term Investors Improve Corporate Decision Making? // *Journal of Corporate Finance*. 2018. 50. P. 424–452.
- Kang J.-K., Lou J., Na H.S.* Are Institutional Investors with Multiple Block Holdings Effective Monitors? // *Journal of Financial Economics*. 2018. 128. P. 576–602.

Kang H., Cheng M., Gray S. Corporate Governance and Board Composition: Diversity and Independence of Australian Boards. The Authors // Journal Compilation. 2007. Vol. 15. № 2.

Klein A. Audit Committee, Board of Director Characteristics, and Earnings Management // Journal of Accounting and Economics. 2002. 33(3). P. 375–400.

Konijn S.J.J., Kräussl R., Lucas A. Blockholder Dispersion and Firm Value // Journal of Corporate Finance. 2011. 17(5). P. 1330–1339.

Larcker D.F., Richardson S.A. Fees Paid to Audit Firms, Accrual Choices, and Corporate Governance // Journal of Accounting Research. 2004. Vol. 42. № 3. P. 625–658.

Listokin Y. Interpreting Empirical Estimates of the Effect of Corporate Governance // American Law and Economics Review. 2008. 10(1). P. 90–109.

Lorsch J.W., MacIver E. Pawns or Potentates: The Reality of America's Corporate Boards. Boston, MA: Harvard Business School Press, 1989.

Maury B., Pajuste A. Multiple Large Shareholders and Firm Value // Journal of Banking & Finance. 2005. 29(7). P. 1813–1834.

Pound J. Proxy Contexts and the Efficiency of Shareholder Oversight // Journal of Financial Economics. 1988. 20. P. 237–265.

Ruigrok W., Peck S., Tacheva S., Greve P., Hu Y. The Determinants and Effects of Board Nomination Committees // Journal of Management and Governance. 2006. Vol. 10. Iss. 2. P. 119–148.

Shleifer A., Vishny R. The Limits of Arbitrage // Journal of Finance. 1997. 52. P. 35–55.

Stoerberl P.A., Sherony B.C. Board Efficiency and Effectiveness // E. Mattar, M. Ball (eds.). Handbook for Corporate Directors. New York: McGraw-Hill, 1985. P. 12.1–12.10.

Smith N., Smith V., Verner M. Do Women in Top Management Affect Firm Performance? A Panel Study of 2,500 Danish Firms // International Journal of Productivity and Performance Management. 2006. Vol. 55. Iss. 7. P. 569–593.

Singh V., Vinnicombe S. Why So Few Women Directors in Top UK Boardrooms? Evidence and Theoretical Explanations // Corporate Governance – An International Review. 2004. Vol. 12. № 4. P. 479–488.

Terjesen S., Sealy R., Singh V. Women Directors on Corporate Boards: A Review and Research Agenda // Corporate Governance: An International Review. 2009. 17(3). P. 320–337.

Institutional Investors, Investment Horizon and Corporate Governance

Kirill Povkh¹, Maria Kokoreva², Anastasia Stepanova³

¹ Sber CIB,
19, Vavilova street, Moscow, 117312, Russian Federation.
E-mail: povh.hse@gmail.com

² National Research University Higher School of Economics,
11, Pokrovsky bulvar, Moscow, 109028, Russian Federation.
E-mail: mskokoreva@gmail.com

³ National Research University Higher School of Economics,
11, Pokrovsky bulvar, Moscow, 109028, Russian Federation.
E-mail: anastasianstepanova@gmail.com

Institutional investors have been increasing ownership in the corporate sector in developed markets in recent years. The investment horizons of institutional investors can be either short-term or long-term, which can impact the strategic development of a company. In this study, we investigate the impact of long-term institutional investors on the quality of corporate governance and firm performance.

Through regression analysis on a sample of nonfinancial US companies from RUSSELL 3000 index companies, we find evidence that increasing the long-term ownership of long-term institutional investors improves the quality of a company's corporate governance. Moreover, our research suggests that the effect is more substantial for more concentrated ownership. By improving the quality of corporate governance, long-term investors ultimately positively impact a company's performance.

The critical governance indicators used in the research were the percentage of independent directors on the board, the proportion of women on the board, the degree of independence of the nominating committee, and the proportion of insider ownership. The investment horizon of institutional investors was determined based on the turnover of their investment portfolios.

Government agencies can use the study results to create incentives for higher long-term investment in companies, by current shareholders of companies when choosing a new major shareholder, and by minority shareholders when selecting companies to invest in.

The paper is divided into three parts. The first part provides an overview of the academic research on various aspects of the topic. The second part describes the data sources and specifications of the empirical models we used to test the hypotheses. The third part presents the results of the conducted research and conclusions.

Key words: institutional investors; investment horizon; corporate governance; corporate performance.

JEL Classification: G32, G34.

* *
*

References

- Anderson C.A., Anthony R.N. (1986) *The New Corporate Directors*. New York: Wiley.
- Anderson R., Mansi S., Reeb D. (2004) Board Characteristics, Accounting Report Integrity, and the Cost of Debt. *Journal of Accounting and Economics*, 37, pp. 315–342.
- Badhani K.N., Ashish Kumar, Xuan Vinh Vo, Mangesh Tyade (2022) Do Institutional Investors Perform better in Emerging Markets? *International Review of Economics & Finance*. Available at: <https://doi.org/10.1016/j.iref.2022.01.003>
- Beasley M. (1996) An Empirical Analysis of the Relation between the Board of Director Composition and Financial Statement Fraud. *The Accounting Review*, 71, pp. 443–465.
- Beasley M., Carcello J., Hermanson D., Lapides P. (2000) Fraudulent Financial Reporting: Consideration of Industry Traits and Corporate Governance Mechanisms. *Accounting Horizons*, 14, pp. 441–454.
- Bebchuk L., Brav A., Jiang W. (2015) The Long-term Effects of Hedge Fund Activism. *Columbia Law Review*, 115, 5.
- Bharat S., Black B., Blair M. (2004) Relational Investing and Firm Performance. *Journal of Financial Research*, 27, 1, pp. 1–30.
- Bonazzi L., Sardar M.N. (2007) Agency Theory and Corporate Governance: A Study of the Effectiveness of Board in their Monitoring of the CEO. *Journal of Modelling in Management*, 2, 1, pp. 7–23.
- Bonizzi B. (2017) Institutional Investors' Allocation to Emerging Markets: A Panel Approach to Asset Demand. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 47, pp. 47–64.
- Brennan N., McDermott M. (2004) Alternative Perspectives on Independence of Directors. *Corporate Governance: An International Review*, 12, 3, pp. 325–336.
- Brickley J., Lease R., Smith Jr.C. (1988) Ownership Structure and Voting on Antitakeover Amendments. *Journal of Financial Economics*, 20, pp. 267–291.
- Burke R.J., McKeen C.A. (1996) Do Women at the Top Make a Difference? Gender Proportions and Experiences of Managerial and Professional Women. *Human Relations*, 49, 8, pp. 1093–1104.
- Campbell K., Mínguez-Vera A. (2008) Gender Diversity in the Boardroom and Firm Financial Performance. *Journal of Business Ethics*, 83, 3, pp. 435–451.
- Carleton W.T., Nelson J.M., Weisbach M. (1998) The Influence of Institutions on Corporate Governance Through Private Negotiations: Evidence from TIAA-CREF. *The Journal of Finance*, 53, pp. 1335–1362.
- Carter D.A., Simkins B.J., Simpson W.G. (2003) Corporate Governance, Board Diversity, and Firm Value. *Financial Review*, 38, 1, pp. 33–53.
- Carver J. (1990) *Boards that Make a Difference*. San Francisco, CA: Jossey-Bass.
- Chapple L., Humphrey J.E. (2014) Does Board Gender Diversity Have a Financial Impact? Evidence Using Stock Portfolio Performance. *Journal of Business Ethics*, 122, 4, pp. 709–723.
- Chen Xia, Harford Jarrad, Li Kai (2007) Monitoring: Which Institutions Matter? *Journal of Financial Economics*, 86, pp. 279–305.
- Connelly B., Hoskisson R., Tihanyi L., Certo T. (2010) Ownership As a Form of Corporate Governance. *Journal of Management Studies*, 47, 8.
- Demsetz H., Lehn K. (1985) The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. *Journal of Political Economy*, 93, 6, pp. 1155–1177.
- Derrien F., Kecskés A., Thesmar D. (2013) Investor Horizons and Corporate Policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 48, pp. 1755–1780.
- Dunn P. (2004) The Impact of Insider Power on Fraudulent Financial Reporting. *Journal of Management*, 30, pp. 397–412.

- Edelen R.M. (1999) Investor Flows and the Assessed Performance of Open-end Mutual Funds. *Journal of Financial Economics*, 5, pp. 439–466.
- Edmans A. (2009) Blockholder Trading, Market Efficiency, and Managerial Myopia. *The Journal of Finance*, 64, 6, pp. 2481–2513.
- Ely R. (1990) *The Role of Men in Relationships among Professional Women*. Academy of Management Best Paper Proceedings, pp. 64–368.
- Falato A., Kadyrzhanova D., Lel U. (2014) Distracted Directors: Does Board Busyness Hurt Shareholder Value? *Journal of Financial Economics*, 113, pp. 404–426.
- Fama E.F., Jensen M.C. (1983) Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, 26, pp. 301–325.
- Fizel J.L., Louie K.K.T. (1990) CEO Retention, Firm Performance and Corporate Governance. *Managerial and Decision Economics*, pp. 167–176.
- Gaspar J.-M., Massa M., Matos P. (2005) Shareholder Investment Horizons and the Market for Corporate Control. *Journal of Financial Economics*. 76. P. 135–165.
- Gilpatrick K. (2000) Invite Youthful Insight. *Credit Union Management*, 23, pp. 28–29.
- Harford J., Kecskés A., Mansi S. (2018) Do Long-term Investors Improve Corporate Decision Making? *Journal of Corporate Finance*, 50, pp. 424–452.
- Kang J.-K., Lou J., Na H.S. (2018) Are Institutional Investors with Multiple Block Holdings Effective Monitors? *Journal of Financial Economics*, 128, pp. 576–602.
- Kang H., Cheng M., Gray S. (2007) Corporate Governance and Board Composition: Diversity and Independence of Australian Boards. The Authors. *Journal Compilation*, 15, 2.
- Klein A. (2002) Audit Committee, Board of Director Characteristics, and Earnings Management. *Journal of Accounting and Economics*, 33, 3, pp. 375–400.
- Konijn S.J.J., Kräussl R., Lucas A. (2011) Blockholder Dispersion and Firm Value. *Journal of Corporate Finance*, 17, 5, pp. 1330–1339.
- Larcker D.F., Richardson S.A. (2004) Fees Paid to Audit Firms, Accrual Choices, and Corporate Governance. *Journal of Accounting Research*, 42, 3, pp. 625–658.
- Listokin Y. (2008) Interpreting Empirical Estimates of the Effect of Corporate Governance. *American Law and Economics Review*, 10, 1, pp. 90–109.
- Lorsch J.W., MacIver E. (1989) *Pawns or Potentates: The Reality of America's Corporate Boards*. Boston, MA: Harvard Business School Press.
- Maury B., Pajuste A. (2005) Multiple Large Shareholders and Firm Value. *Journal of Banking & Finance*, 29, 7, pp. 1813–1834.
- Pound J. (1988) Proxy Contexts and the Efficiency of Shareholder Oversight. *Journal of Financial Economics*, 20, pp. 237–265.
- Ruigrok W., Peck S., Tacheva S., Greve P., Hu Y. (2006) The Determinants and Effects of Board Nomination Committees. *Journal of Management and Governance*, 10, 2, pp. 119–148.
- Shleifer A., Vishny R. (1997) The Limits of Arbitrage. *Journal of Finance*, 52, pp. 35–55.
- Stoeberl P.A., Sherony B.C. (1985) Board Efficiency and Effectiveness (E. Mattar, M. Ball eds.). *Handbook for Corporate Directors*. New York: McGraw-Hill, pp. 12.1–12.10.
- Smith N., Smith V., Verner M. (2006) Do Women in Top Management Affect Firm Performance? A Panel Study of 2,500 Danish Firms. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 55, 7, pp. 569–593.
- Singh V., Vinnicombe S. (2004) Why So Few Women Directors in Top UK Boardrooms? Evidence and Theoretical Explanations. *Corporate Governance – An International Review*, 12, 4, pp. 479–488.
- Terjesen S., Sealy R., Singh V. (2009) Women Directors on Corporate Boards: A Review and Research Agenda. *Corporate Governance: An International Review*, 17, 3, pp. 320–337.