DOI: 10.29141/2218-5003-2021-12-2-3
JEL Classification: M21, G33, O16

Структура собственности и рыночная стоимость: эмпирический анализ российских публичных компаний

А.Б. Анкудинов[1], Б.С. Батаева[2]

[1] Казанский федеральный университет, г. Казань, РФ
[2] Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, г. Москва, РФ

Аннотация. Для публичных компаний одним из основных критериев оценки эффективности управления является рыночная стоимость. Структура акционерного капитала может выступать фактором, с помощью которого можно увеличивать стоимость бизнеса. Российским компаниям свойственна высокая концентрация собственности, которая порождает разнообразные агентские конфликты, в частности «принципал – агент», «принципал – принципал». Статья посвящена оцениванию влияния особенностей структуры капитала (в том числе состава крупных собственников) публичных корпораций на их рыночную капитализацию. Метод исследования основан на статистической оценке взаимосвязи рыночного мультипликатора крупнейших по выручке публичных нефинансовых компаний с уровнем концентрации собственности и составом собственников (наличие государственного пакета акций и иностранного инвестора). Выборка исследования включает 87 публичных компаний, акции которых торгуются на Московской бирже; период исследования охватывает 2017–2019 гг. Доказана статистически значимая негативная зависимость между уровнем концентрации собственности российских компаний, государственным участием в их капитале и показателем относительной рыночной оценки, а также положительная связь наличия иностранного инвестора и рыночной капитализации. Результаты работы могут представлять интерес как для академических исследователей практики корпоративного управления в условиях формирующегося рынка, так и для финансовых аналитиков и практикующих специалистов в области управления структурой капитала компаний и формирования стратегий привлечения финансовых ресурсов.

Ключевые слова: корпоративное управление; структура собственности; государственная собственность; агентские конфликты; иностранный собственник; рыночная стоимость; эмпирический анализ; панельные данные.

Дата поступления статьи: 15 марта 2021 г.

Ссылка для цитирования: Анкудинов А.Б., Батаева Б.С. (2021). Структура собственности и рыночная стоимость: эмпирический анализ российских публичных компаний // Управленец. Т. 12, № 2. С. 35–45. DOI: 10.29141/2218-5003-2021-12-2-3.

Capital structure and market capitalization: Empirical analysis of Russian public companies

Andrey B. Ankudinov[1], Bela S. Bataeva[2]

[1] Kazan Federal University, Kazan, Russia
[2] Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow, Russia

Abstract. Market capitalization is one of the main criteria for evaluating managerial efficiency in publicly traded companies. The ownership structure can act as one of the value drivers. Russian companies are characterized by concentrated ownership, which results in various agency conflicts, such as principal-agent and principal-principal problems. The paper aims to assess the impact that public corporations' capital structure (including the composition of controlling shareholders, i.e. principals) has on their market capitalization. The research method is based on statistical analysis of the relationship between market multipliers of the largest publicly traded non-financial companies and the degree of ownership concentration and structure (state participation in equity capital and foreign ownership). The sample comprises 87 public companies traded on the Moscow Exchange; the research timeframe is from 2017 to 2019. Our findings prove that there is a statistically significant negative relationship between ownership concentration of Russian companies, state participation in their equity capital and market multiplier, and that there is a positive relationship between foreign investment and market capitalization. The investigation performed can be of interest for academic researchers involved in corporate governance in emerging markets as well as financial analysts and practitioners in the field of corporate capital structure management and the development of corporate fundraising strategies.

Keywords: corporate governance; ownership structure; state ownership; agency conflict; foreign ownership; market capitalization; empirical analysis; panel data.

Paper submitted: March 15, 2021

For citation: Ankudinov A.B., Bataeva B.S. (2021). Capital structure and market capitalization: Empirical analysis of Russian public companies. *Upravlenets – The Manager*, vol. 12, no. 2, pp. 35–45. DOI: 10.29141/2218-5003-2021-12-2-3.

ВВЕДЕНИЕ

В последние годы наблюдается изменение трендов в управлении структурой капитала, корпоративном управлении российских компаний. На начальном этапе формирования корпоративного сектора в России 30 лет назад решались проблемы поиска эффективного собственника, источников финансовых ресурсов, выбора модели корпоративного управления для выработки действенных инструментов сдержек и противовесов и разрешения конфликтов между менеджерами и акционерами. В настоящее время происходит трансформация собственности и вследствие этого появляются новые вопросы.

По-прежнему нет единого мнения относительно успешности совмещения государством роли собственника и регулятора в компаниях с госучастием, которое в значительной степени зависит от институционального дизайна национальных экономик. Во многих исследованиях эффективность акционерных обществ с государственным участием подвергается критике. На формирующихся рынках наличие иностранных инвесторов, как правило, оценивается положительно с точки зрения влияния на стоимость компаний. Но в условиях санкционных войн и политического давления оно приводит к высокому риску оттока капитала, когда иностранные инвесторы продают активы из соображений безопасности вложений.

Отсутствует однозначный ответ на вопрос, как изменится корпоративное управление с изменением структуры капитала в результате прихода большого числа активных инвесторов. В настоящее время мы являемся свидетелями взрывного роста частных инвесторов – акционеров российских компаний. В 2020 г. их число на Мосбирже выросло на 5 млн и достигло 8,8 млн человек[1]. Это больше, чем за все прошлые годы, вместе взятые. Увеличение численности неспекулятивных сберегателей-резидентов может оказаться действенным методом борьбы с последствиями санкций. В данном исследовании спекулятивные инвесторы рассматриваются как важный элемент обеспечения ликвидности рыночных финансовых инструментов, но не как источник долгосрочных финансовых ресурсов. Развитие Интернета и цифровых технологий, возможность приобретения и продажи акций через смартфон, внедрение сервисов электронного голосования во многом способствовало их росту [Батаева, 2020].

Цель исследования – изучение проблемы влияния структуры капитала и состава собственников российских публичных компаний на их стоимость.

Теоретической базой работы является агентская теория фирмы. С ее позиций корпоративное управление направлено на решение агентской проблемы – конфликта интересов акционеров (принципалов) и менеджеров (агентов). Агентские конфликты типа «принципал – агент» широко изучены начиная с работ, согласно которым фирма рассматривается как совокупность контрактов между акционерами, менеджерами и кредиторами [Jensen, Meckling, 1976; Бухвалов, 2004]. Гораздо менее подробно в литературе освещены проблемы «принципал – принципал». Мы разделяем отнесение этого противостояния к подтипу агентской проблемы [Estwick, 2016], хотя в настоящее время нет общности мнений по этому поводу.

В соответствии со своими интересами (явными и неявными) крупные акционеры могут пытаться «экспроприировать» доходы компании в ущерб потребностям миноритарных акционеров [Faccio, Lang, Young, 2001]. Аналогичная проблема может возникать в случае, когда государство является крупным держателем акций. Агентская теория по поводу конфликта «принципал – принципал» позволяет предположить, что фирмы, в которых собственность становится менее концентрированной (где не один, а несколько крупных собственников), сигнализируют тем самым рынку, что риск экспроприации дохода со стороны крупных принципалов относительно низок. Аналогичная логика справедлива и в отношении государства как крупного собственника. С этой точки зрения диверсификация собственности, привлечение крупного иностранного собственника позволяет снижать издержки, связанные с контролем, и уменьшает риск ущемления интересов миноритарных акционеров. Эти теоретические рассуждения допускают эмпирическую проверку. Заметим, что в данном исследовании классический агентский конфликт между собственниками и менеджерами («принципал – агент») не является предметом изучения.

Ниже приведен краткий обзор публикаций, посвященных рассматриваемой в статье проблематике.

ВЛИЯНИЕ СОСТАВА И СТРУКТУРЫ СОБСТВЕННОСТИ НА ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ КОМПАНИЙ НА ФОРМИРУЮЩИХСЯ РЫНКАХ

Прежде всего кратко остановимся на роли концентрации собственности в системе корпоративного управления российских компаний.

Эволюции представлений об этом феномене уделяли внимание многие исследователи [Капелюшников, 2006; Аукуционек, Демина, Капелюшников, 2013; Антоненко, Галухина, Паппэ, 2013; Долгопятова, 2016]. Р. И. Капелюшников [2006] рассматривал, как дисперсная или концентрированная собственность определяет поведение экономических агентов и результаты деятельности компаний. Российским компаниям присуща структура владения, характеризующаяся наличием блокхолдеров (block holder model). В рамках применения данной модели присутствуют риски оп-

[1] Каримова К. (2021). Мосбиржа назвала самые популярные у российских инвесторов акции // РБК. 13.01.2021. URL: https://quote.rbc.ru/news/article/5fff1aa49a7947f2fdc58dd9https://quote.rbc.ru/news/article/5fff1aa49a7947f2fdc58dd9.

портунистического поведения крупных акционеров и экспроприации ренты со стороны крупного собственника в ущерб мелким (так называемая проблема «окапывания» блокхолдеров), тогда как в корпорациях с распыленной структурой собственности высок риск менеджериального оппортунизма.

Н.С. Антоненко, Я.С. Галухина и Я.Ш. Паппэ [2013] выявили характерную для российского крупного бизнеса тенденцию, сложившуюся во второй половине 2000-х гг., – переход от модели «единоличного владения» (одна фирма – один хозяин) к модели «альянса совладельцев». Эта тенденция, по мнению авторов, объясняется как необходимостью диверсификации риска со стороны ключевых блокхолдеров, так и возможностью владения без потери контроля лишь частью компании и дороговизной компаний даже для самых богатых предпринимателей.

Т.Г. Долгопятова установила, что с середины 2000-х гг. концентрация собственности в российских компаниях перерабатывающей промышленности снижалась. В качестве причин этого явления названы наличие иностранных инвесторов, рост ликвидности ценных бумаг и конкуренции [Долгопятова, 2016, с. 32].

А.А. Быкова, М.А. Молодчик и Е.Г. Шамилова [2017] рассматривали использование концентрации собственности в условиях недостаточного уровня развития институциональной среды и защиты прав акционеров как инструментов снижения агентского конфликта. Авторы провели эмпирическое исследование по данным российских листингуемых компаний за период 2004–2013 гг., протестировали и подтвердили гипотезы о позитивном влиянии концентрации собственности на операционную и рыночную эффективность публичных компаний.

К настоящему времени сформировался достаточно представительный пласт эмпирических исследований проблемы взаимосвязи финансовой эффективности и структуры собственности бизнеса. Концептуальное обоснование возможной зависимости между структурой собственности и рыночными индикаторами финансовой эффективности публичных компаний подробно изложено в широко цитируемой статье Г. Демсеца и Б. Виллалонги [Demsetz, Villalonga, 2001]: распыленная собственность обостряет агентские проблемы, но в то же время может компенсировать их определенными преимуществами. Иначе говоря, проблема в отношениях «менеджмент – акционеры» при распыленной структуре капитала уравновешивается проблемой «мажоритарии/миноритарии» при концентрированной структуре. Вопрос лишь в том, какие факторы окажутся более значимыми. Как показал анализ, выполненный указанными авторами, статистически значимая связь структуры собственности как с рыночными, так и учетными индикаторами финансовой эффективности в условиях развитого рынка отсутствует.

Формирующиеся рынки, безусловно, могут продемонстрировать иной характер зависимости. Однако, несмотря на наличие публикаций, фиксирующих позитивную взаимосвязь исследуемых индикаторов [Hu, Tam, Tan, 2010; Быкова, Молодчик, Шамилова, 2017], более обширные метааналитические обзоры формирующихся рынков подтверждают в целом негативную связь концентрации собственности и финансовой эффективности [Wang, Shailer, 2015].

Зарубежные исследователи приходят к неоднозначным выводам о влиянии иностранных инвесторов и государства как собственника на финансовые результаты с точки зрения конфликта «принципал – принципал». Основная идея состоит в том, что на развивающихся рынках присутствие иностранных инвесторов уменьшает конфликты между агентами и улучшает качество контроля [Douma et al., 2006; Diaz et al., 2008]. Отмечено положительное влияние иностранных инвесторов для компаний, торгующихся на Индонезийской фондовой бирже, но при этом установлено, что влияние иностранного участия в капитале компаний зависит от политической ситуации в государстве [Rahim et al., 2018]. Подтверждена гипотеза о позитивном влиянии иностранного акционера на финансовую эффективность [Iwasaki, Mizobata, Muravyev, 2018, p. 300–301]. Имеются свидетельства в пользу того, что чем больше технологический разрыв между страной происхождения инвестиций и принимающей страной, тем сильнее позитивный эффект [Benfratello, Sembenelli, 2006].

Прямые зарубежные инвестиции достаточно часто сопровождаются внедрением современных управленческих технологий, включая системы управления, ориентированного на стоимость, и финансовый инструментарий дисциплинирования менеджмента. Как показывает ряд эмпирических исследований, в некоторых случаях внедрение системы ценностно-ориентированного менеджмента само по себе служит позитивным сигналом для рынка [Hogan, Lewis, 2005; Rapp et al., 2011]. Противоположной точки зрения придерживаются авторы, которые на примере румынского рынка показывают, что иностранная собственность отрицательно влияет на стоимость компаний [Dedu, Chitan, 2013]. Неоднозначен и взгляд на роль государства как собственника. Так, подтверждена гипотеза об устойчиво негативном влиянии государственной собственности на финансовые показатели деятельности компаний [Iwasaki, Mizobata, Muravyev, 2018]. Полученный результат соответствует большинству эмпирических исследований, выполненных в отношении как развитых [Pedersen, Thomsen, 2003; Meoli, Paleari, Vismara, 2009; Malighetti et al., 2011], так и формирующихся рынков [Cheung, Rau, Stouraitis, 2010; Анкудинов, Лебедев, 2014]. Впрочем, для формирующихся экономик существуют и весьма весомые аргументы в пользу государственного уча-

стия в уставных капиталах коммерческих организаций. Отдельные авторы не находят связи между государственными пакетами акций и стоимостью фирмы. Это справедливо для румынских компаний, котирующихся на Бухарестской фондовой бирже [Vintilă, Gherghina, 2015].

В ряде российских работ анализировалось влияние структуры собственности на некоторые финансовые характеристики российских компаний. Исследователи рассматривали связь структуры собственности и степени ее распыленности с дивидендной политикой [Алексеева, Березинец, Ильина, 2011; Федорова, Воронкевич, Каменева, 2017], а также связь концентрации собственности с вероятностью образования «дыр» в капитале [Карминский, Рыбалка, 2018]. Интересным может быть изучение влияния состава и структуры собственности на рыночную капитализацию через механизм высокой социальной ответственности бизнеса (последнюю взаимосвязь исследовали И.Н. Ткаченко и Л.А. Раменская [2016]). Впрочем, более детальный обзор данных публикаций выходит за пределы темы статьи.

ВЗАИМОСВЯЗЬ СОСТАВА И СТРУКТУРЫ СОБСТВЕННОСТИ С РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТЬЮ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ: СТАТИСТИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ ПО ПАНЕЛЬНЫМ ДАННЫМ

В исследовании в качестве основного индикатора финансовой эффективности выбран мультипликатор – отношение рыночной цены акции компании к ее учетной стоимости (market-to-book ratio, MBR). Что касается прочих метрик финансовой эффективности – рентабельности активов, рентабельности продаж, показателей производственной эффективности и т. п., то представляется не всегда обоснованной увязка подобных индикаторов с уровнем концентрации собственности и составом собственников. Использование большинством авторов показателя Q Тобина в качестве зависимой переменной приводит к необходимости применения какого-либо прокси данного индикатора, так как его расчет в оригинальном варианте требует проведения оценки восстановительной стоимости активов для каждой исследуемой компании, что делает анализ больших выборок нереалистичным. В результате исследователи чаще всего приходят к тому или иному варианту показателя MBR.

В качестве основных предикторов в ходе статистического анализа выступили переменные, характеризующие состав собственников и структуру собственности компаний.

Гипотеза 1. Высокая концентрация собственности отрицательно коррелирует с акционерной стоимостью компании (измеряемой через MBR – показатель относительной рыночной оценки компании).

В научной литературе отсутствует единое мнение относительно того, что лучше для стоимости фирмы – один крупный держатель пакета акций или большое количество мелких акционеров. Ответ будет отличаться в зависимости от модели корпоративного управления. В странах, применяемых так называемую модель W (the widely held corporation model), где собственниками выступают многочисленные держатели мелких пакетов (непосредственно или через институциональных инвесторов), проблема заключается в огромной власти топ-менеджмента. В странах с концентрированной собственностью, использующих так называемую модель B (the blockholder model), имеют место преимущества концентрированного владения в виде возможности для топ-менеджмента сосредоточиться на долгосрочной стратегии компании вследствие меньшего риска поглощения или его отсутствия. Но появляется риск оппортунизма («окапывания») крупных акционеров [Jensen, Meckling,1976].

Позитивное влияние распыления собственности в корпорациях стран англо-саксонской модели описано в публикации [La Porta et al., 2002] и др. Основное утверждение заключается в том, что распыление собственности снижает риски для акционеров, поскольку многие владельцы акций делят риски потери капитала между собой. Уровень ликвидности российского фондового рынка невысок [Ankudinov, Ibragimov, Lebedev, 2017]. Как следствие, рыночные котировки формируются именно держателями мелких пакетов, во многих случаях спекулятивными.

На российском рынке в 2020 г. произошло знаковое событие: появилась первая компания с полностью деконцентрированной собственностью – ПАО «Детский мир». Сам этот факт наряду с приходом на рынок миллионов розничных инвесторов дает основание говорить о потенциальной возможности снижения концентрации капитала блокхолдеров и перехода к более распыленной собственности в России.

Большое количество мелких акционеров позволяет повысить ликвидность акций, что является важным двигателем роста акционерной стоимости компаний. Эта связь была установлена как для развитых [Fang, Noe, Tice, 2009], так и для формирующихся [Prommin et al., 2016] фондовых рынков. Однако есть исследования, которые доказывают отрицательную корреляцию между Q Тобина и дисперсией блокхолдеров [Konijn, Kräussl, Lucas, 2011].

Следует иметь в виду, что концентрация собственности может являться следствием сосредоточения владения в руках либо одного, либо нескольких крупных акционеров. В определенном контексте (при слабой защите прав собственности) второй вариант (коалиция) лучше, поскольку позволяет дополнять компетенции, личные связи и «ограничивать экспроприирующие поведение» своих членов или оппортунизма топ-менеджмента [Капелюшников, 2006; Антоненко, Галухина, Паппэ, 2013]. Впрочем, данные особенности должны являться предметом отдельного исследования.

Гипотеза 2. Наличие государства в структуре акционерного капитала (государственный контроль) отрицательно коррелирует с рыночной стоимостью публичных компаний.

Компании с госучастием есть во всех экономиках, а их существование объясняется «стратегической» природой отдельных отраслей энергетики, транспорта, добычи и пр., в которых государство сохраняет за собой существенные пакеты акций предприятий либо 100 %-й государственный пакет. Для сглаживания конфликта государства как собственника и регулятора разработаны рекомендации ОЭСР для компаний с госучастием, выполнение которых направлено на снижение агентских конфликтов и рисков [Беляева, Харчилава, 2018]. ОЭСР выделяет 2 основных направления улучшения управления в компаниях с госучастием: равные конкурентные условия для частных компаний и компаний с госучастием, активная роль государства как собственника. Правительства разных стран демонстрируют различные подходы к решению данной проблемы, поэтому сравнение эффективности госсобственности отличается в развитых странах и в странах с формирующимися экономиками.

Исследование Copley Fund Research, проведенное в отношении 6600 компаний из 61 страны мира за 10-летний период и опубликованное в 2016 г., показало, что компании с госучастием в плане доходности акций проигрывают прочим публичным компаниям[1]. При этом в ходе анализа делалась поправка на отраслевую специфику. Доказано также негативное влияние владения государством долей акционерного капитала [Iwasaki, Mizobata, Muravyev, 2018].

На примере негосударственных пенсионных фондов исследователи установили неоднозначность связи между государственной собственностью и ликвидностью акций [Boubakri et al., 2020]. Они сделали вывод о том, что перевес в сторону преимуществ или недостатков зависит от характеристик институциональной среды страны расположения компаний.

Анализируя российский рынок, авторы отмечают увеличение возможностей компаний с госучастием в части получения госконтрактов и прочих преимуществ в зависимости от «близости» к власти [Березинец и др., 2016]. На примере Уральского региона показаны преимущества от наличия доли регионального правительства в капитале региональных компаний в виде использования поддержки местного правительства в конкурентной борьбе и пр. [Ружанская и др., 2009].

Гипотеза 3. Наличие крупного иностранного инвестора (владельца крупного пакета акций) положительно коррелирует с акционерной стоимостью компании.

Речь идет об инвесторе, владеющем существенным пакетом – более 5 % акций. При использовании модели корпоративного управления с концентрированной собственностью наличие такого инвестора оценивается рынком позитивно, так как предполагается, что он привносит в корпоративное управление свою экспертизу, положительно влияет на прозрачность решений и противостоит оппортунизму крупных акционеров [Douma et al., 2006; Iwasaki, Mizobata и Muravyev, 2018; Rahim et al., 2018].

В ходе нашего анализа оффшорные инвестиции были выделены в отдельную переменную. Мы исключали иностранных (оффшорных) инвесторов, поскольку под ними чаще всего скрывается российский капитал, а следовательно, указанные выше ожидаемые преимущества не возникают.

Обоснование прочих гипотез является традиционным и для краткости может быть опущено. Речь идет о влиянии уровня рентабельности активов, возраста и размера компании [Анкудинов, Лебедев, 2014].

БАЗА ДАННЫХ И МЕТОДЫ ИССЛЕДОВАНИЯ

В выборку вошли данные о 87 крупнейших по выручке российских публичных компаний нефинансового сектора за период 2017–2019 гг., имеющих листинг на Московской бирже. Источником этих данных выступили система профессионального анализа рынков и компаний «СПАРК» в части финансовой отчетности, регистрационных данных, информации о совладельцах, а также информационный портал Московской биржи в части рыночных котировок. При этом панель данных является несбалансированной ввиду различного количества наблюдений для отдельных компаний. Отрицательные и абнормальные значения показателя MBR, равно как и абнормальные значения прочих переменных, из выборки исключались.

Описательная статистика и алгоритмы расчета переменных приведены в табл. 1. Показатель возраста компании отражает дату ее государственной регистрации как юридического лица, что не позволяет учесть факт ее многолетнего существования до этого момента.

Среднее значение показателя MBR за весь период составило 1,77 при существенной его волатильности. Государство в качестве крупного акционера оказалось представленным примерно в 37 % компаний, иностранные инвесторы – в 44 %.

В рамках статистического анализа детерминанты рыночного мультипликатора исследовались с использованием трех классов моделей: моделей со случайными эффектами (random effects, RE), с фиксированными эффектами (fixed effects, FE), сквозных моделей (pooled regressions, PR) (подробнее см.: [Cameron, Trivedi, 2009]).

Все модели предполагают учет кросс-корреляций между ошибками для отдельной компании. Для попарного сравнения моделей с фиксированными эффектами и сквозных регрессий использовался тест Вальда (Wald test); моделей со случайными эффектами и сквозных регрессий – тест Бройша – Пагана (Breusch-Pagan

[1] Джонсон С. (2016). Компании с участием государства невыгодны для инвесторов // Ведомости. № 4168, 26 сентября 2016 г.

УПРАВЛЕНЕЦ 2021. Том 12. № 2

Таблица 1 – Описательная статистика, 2017–2019 гг.
Table 1 – Descriptive statistics for 2017–2019

Переменная	Описание переменной	Среднее	СКО	Min	Max
Цена/балансовая стоимость	Капитализация/балансовая оценка собственного капитала	1,78	1,84	0,070	9,87
Размер	Натуральный логарифм выручки	23,27	3,72	9,69	29,68
Возраст	Количество лет с даты регистрации	19,94	6,04	6	30
Леверидж	Доля долга в структуре пассивов	0,402	0,265	0	0,97
Рентабельность активов	Чистая прибыль/совокупные активы	0,065	0,086	–0,15	0,37
Концентрация собственности	Доля владения трех крупнейших акционеров	0,767	0,19	0,050	1
Государственная собственность	Присутствие государства в числе крупных акционеров (1 = да; 0 = нет)	0,376	0,485	0	1
Иностранный акционер	Наличие крупного иностранного акционера (1=да; 0=нет)	0,44	0,49	0	1
Акционер-оффшор	Наличие крупного оффшорного собственника (1 = да; 0 = нет)	0,232	0,42	0	1

test); моделей с фиксированными эффектами и со случайными эффектами – тест Хаусмана (Hausman test).

Анализ выполнен с использованием статистического пакета STATA12.0.

РЕЗУЛЬТАТЫ ИССЛЕДОВАНИЯ

В табл. 2 представлены результаты регрессионного анализа детерминант акционерной стоимости.

Значения статистики Вальда и F-статистики позволяют отклонить нулевую гипотезу о совместной незначимости факторов RE- и FE-моделей с высоким уровнем надежности (значения p-value < 0,000). Макроэкономическая ситуация, исследуемая через фиктивные переменные времени, не играет сколько-нибудь существенной роли в объяснении изменения стоимостных мультипликаторов: при исключении фиктивной переменной значение коэффициента детерминации снижается с 24 до 22 %. Это может быть объяснено небольшой временно́й разницей – выборку удалось сформировать лишь за 3 года.

Что касается уровня концентрации собственности, модели показали значимость на 10 %-м и 5 %-м уровнях, во всех моделях коэффициент при переменной концентрации имеет отрицательный знак: при прочих равных условиях компании с более концентрированной структурой собственности имеют меньший мультипликатор «цена/балансовая стоимость».

Коэффициент перед фиктивной переменной государственной собственности значим в разных моделях на 1 %-м и 5 %-м уровнях и, как и предполагалось, имеет отрицательный знак. Присутствие крупного зарубежного акционера (акционеров) в структуре собственности, напротив, позитивно связано с рыночной стоимостью компании, а наличие среди владельцев оффшорных юридических лиц не демонстрирует статистически значимой связи.

Анализ прочих детерминант создания рыночной стоимости опущен для краткости; отметим лишь, что

Таблица 2 – Результаты регрессионного анализа
Table 2 – Results of regression analysis

Переменная	MBR		
	RE	FE	PR
Рентабельность активов	3,425	0,985	11,276
	(3,6)***	(1,05)	(8,54)***
Леверидж	2,513	2,332	2,652
	(5,81)***	(4,70)***	(6,06)***
Акционер-оффшор	–	–	–0,026
	–	–	(–0,10)
Государственная собственность	–0,485	–0,339	–1,023
	(–3,05)***	(–2,24)**	(–4,50)***
Иностранный акционер	0,320	0,221	0,521
	(2,24)**	(1,55)#	(2,23)**
Концентрация собственности	–1,015	–0,710	–0,862
	(–2,30)**	(–1,67)*	(–1,54)#
Размер	0,012	0,003	0,034
	(0,64)	(0,19)	(0,97)
Возраст	–0,001	0,073	–0,019
	(–0,05)	(0,76)	(–0,99)
Фиктивная переменная времени	+	+	–
Cons.	1,095	–4,793	0,47
	(1,34)	(–1,93)*	(0,55)
R^2	–	0,24	0,45
Wald/F	64,5***	4,3***	16,87***
Breusch-Pagan/ Hausman	77,4***	37,02***	–

Примечания. Представлены оценки детерминант создания акционерной стоимости сквозной модели, моделей со случайными (RE) и фиксированными (FE) эффектами. В скобках представлены значения t-статистик. В модели включены фиктивные переменные времени, за исключением сквозной модели.

* – $p < 0,10$; ** – $p < 0,05$; *** – $p < 0,01$; # – $p < 0,10$ при использовании одностороннего t-критерия.

результаты статистического моделирования в основном соответствуют большинству представленных в литературе.

Необходимо также обозначить ряд ограничений проведенного анализа. В первую очередь следует признать относительно небольшое число наблюдений, достаточно короткие панели данных и использование базовых статистических технологий. Кроме того, переменные структуры собственности в отношении данных по крупным акционерам могут отражать лишь информацию о номинальных держателях, а не о конечных владельцах.

Тем не менее совпадение результатов по итогам применения трех моделей позволяет сделать предварительные выводы о характере влияния основной переменной.

ОБСУЖДЕНИЕ РЕЗУЛЬТАТОВ

Основные исследовательские гипотезы касались влияния состава и структуры собственности отечественных компаний на их потенциал создания акционерной стоимости, в том числе с точки зрения снижения агентского конфликта «принципал – принципал».

Анализируя полученные данные, можно констатировать, что подтвердилась *гипотеза 1* о негативной зависимости концентрации собственности и финансовых результатов. Этот вывод согласуется с итогами исследования [Wang, Shailer, 2015]. При прочих равных условиях компании с более концентрированной структурой собственности имеют меньший мультипликатор «цена/балансовая стоимость».

При интерпретации эмпирических результатов следует соблюдать большую осторожность. Помимо предварительного в целом характера полученных оценок необходимо учитывать характер распределения собственности российских компаний (см. табл. 1). При столь высоком исторически сложившемся уровне концентрации собственности сложно ожидать выявления значимых тенденций на относительном небольшом временном промежутке в 3 года, особенно с учетом многообразия и разнонаправленности факторов, влияющих на зависимость «концентрация собственности / акционерная стоимость». Тем не менее можно сделать предварительный вывод о позитивной реакции рынка на более распыленный характер владения акциями. Заметим, что данный эффект может выступать результатом более высокой ликвидности акций при распыленной структуре капитала.

Оказалась верной *гипотеза 2* о том, что участие государства в акционерном капитале оказывает негативный эффект на создание стоимости. Этот вывод совпадает с результатами исследований [Pedersen, Thomsen, 2003; Meoli, Paleari, Vismara, 2009; Malighetti et al., 2011; Iwasaki, Mizobata, Muravyev, 2018] и др. В дополнение к приведенным выше аргументам отметим, что указанный эффект может быть также следствием отрицательного восприятия рынком всей системы корпоративного управления и корпоративного менеджмента государственных компаний, недостаточности систем внутреннего контроля, в том числе за потенциальными конфликтами интересов, ввиду которых возникают масштабные злоупотребления. Перечисленные здесь и выше факторы очевидным образом перевешивают позитивные стороны государственного участия в капиталах компаний, что и имеет следствием устойчивые негативные статистические оценки зависимости «государственная собственность / акционерная стоимость».

Наличие крупного иностранного (неоффшорного!) акционера в структуре собственности оказалось положительно связанным с рыночной стоимостью компаний, т. е. подтвердилась *гипотеза 3*, тогда как наличие среди владельцев оффшорных юридических лиц не показало статистически значимой связи. Тот же вывод сделан другими авторами [Douma et al., 2006; Rahim et al., 2018]. Как уже отмечалось, полученный результат может отражать внедрение более эффективных управленческих практик, в том числе ориентированных непосредственно на создание акционерной стоимости. Компании с зарубежным капиталом уделяют повышенное внимание потенциальным конфликтам интересов, управлению рисками и т. п.

Что касается инвестиций из оффшорных зон, частные свидетельства (anecdotal evidence) подтверждают, что, в отличие от общепринятой практики прямого зарубежного инвестирования, включающей ряд необходимых контрольных мероприятий (due diligence и др.), вложения из оффшоров чаще всего избегают длительных по времени и достаточно дорогостоящих процедур и осуществляются в весьма сжатые сроки.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Характер и структура собственности российских компаний сложились исторически, в ходе массовой приватизации и ускоренного перехода экономики на рыночные рельсы. После семи десятилетий планового хозяйства состав и структура собственности отечественных компаний объективно отражают результаты тектонических сдвигов в экономике и, по всей видимости, не могут и не должны подвергаться резким изменениям неэволюционного характера.

С другой стороны, как показывают результаты эмпирического анализа, структура собственности является значимым фактором, влияющим на финансовые показатели компаний на формирующихся рынках.

Заявленная правительством повестка сокращения госсобственности и постепенный выход государства из уставных капиталов компаний с одновременным повышением привлекательности акций этих компаний для розничных инвесторов – резидентов должна подтверждаться на практике. Выполнение этой задачи следует сопровождать совершенствованием право-

применительной деятельности в плане защиты интересов миноритарных акционеров. В условиях неразвитости организаций коллективного инвестирования и их невысокой репутации в глазах неквалифицированных инвесторов (квалифицированные к услугам данных институтов не прибегают) именно средства розничных инвесторов-сберегателей могут составить основу формирования столь необходимых экономике неспекулятивных инвестиций в собственный капитал российских компаний. Низкая доходность долговых инструментов может дополнительно способствовать этому процессу.

Однако здесь необходимо выполнение ряда условий: устойчивое создание фундаментальной стоимости как обязательная составляющая процесса привлечения инвестиций в реальный сектор экономики возможно лишь в случае обеспечения должного качества корпоративного управления – повышения роли и числа независимых директоров, реально независимых комитетов по аудиту и развитых систем внутреннего контроля, реализации устойчивой и прогнозируемой дивидендной политики, ответственного отношения к наиболее значимым группам финансовых и нефинансовых стейкхолдеров.

Перспективными направлениями дальнейшей исследовательской работы являются:

- анализ возможных способов разрешения агентского конфликта в компаниях с госсобственностью;
- эмпирический анализ влияния собственности топ-менеджмента на финансовые результаты в условиях формирующихся рынков;
- исследование потенциальных изменений в корпоративном управлении и структуре собственности публичных компаний с приходом на рынок массовых частных акционеров-резидентов;
- изучение конфликта принципалов – членов семьи и роли семейного контроля в компаниях с концентрированной собственностью. ■

Источники

Алексеева Л.В., Березинец И.В., Ильина Ю.Б. (2011). Концентрация собственности и дивидендная политика: исследование российских акционерных обществ // Вестник Санкт-Петербургского университета. Серия «Менеджмент». 2011. С. 3–31.

Анкудинов А.Б., Лебедев О.В. (2014). Детерминанты создания акционерной стоимости российскими компаниями // Корпоративные финансы. № 1 (28). С. 33–49.

Антоненко Н.С., Галухина Я.С., Паппэ Я.Ш. (2013). Основные тенденции развития российского крупного бизнеса в 2000-е годы // Журнал НЭА. № 1 (17). С. 114–136.

Аукуционек С.П., Демина Н.В., Капелюшников Р.И. (2013). Структура собственности российских промышленных предприятий в 2013 г. // Российский экономический барометр (квартальный). № 3 (51). С. 3–11.

Батаева Б.С. (2020). Развитие корпоративного управления с помощью сервисов электронного голосования // Управленческие науки. № 2. С. 74–87.

Беляева И.Ю., Харчилава Х.П. (ред.) (2018). Эффективное корпоративное управление в российских компаниях с государственным участием: монография. Москва: КНОРУС.

Березинец И.В., Ильина Ю.Б., Смирнов М.В. (2016). Советы директоров в российских АО с государственным участием // Экономическая наука современной России. № 2 (73). С. 90–106.

Бухвалов А.В. (2004). Классика теории корпоративного управления // Вестник Санкт-Петербургского университета. Серия 8, вып. 4 (№ 32). С. 99–117.

Быкова А.А., Молодчик М.А., Шамилова Е.Г. (2017). Концентрация собственности как механизм корпоративного управления в российских публичных компаниях: влияние на финансовые результаты деятельности // Прикладная эконометрика. Т. 45. С. 50–74.

Долгопятова Т.Г. (2016). Концентрация собственности в российской обрабатывающей промышленности: эмпирические оценки // Известия УрГЭУ. № 3 (66). С. 30–39.

Капелюшников Р.И. (2006). Концентрация собственности в системе корпоративного управления: эволюция представлений // Российский журнал менеджмента, Т. 4, № 1. С. 3–28.

Карминский А.М., Рыбалка А.И. (2018). Дыры в капитале компаний обрабатывающей промышленности: корпоративное управление и отраслевые ожидания// Журнал Новой экономической ассоциации. № 2 (38). С. 76–103. https://www.econorus.org/repec/journl/2018-38-76-103r.pdf.

Ружанская Л.С., Останин И.В., Тычинская Т.А., Щербинина А.А. (2009). Может ли государственное участие в собственности и управлении повысить конкурентоспособность и эффективность компаний? // Современная конкуренция. № 2 (14). С. 44–63.

Ткаченко И.Н., Раменская Л.А. (2016). Влияние корпоративной социальной ответственности на капитализацию компаний (результаты эмпирического исследования) // Управленческие науки. Т. 6, № 3. С. 85–94.

Федорова Е.А., Воронкевич А.Б., Каменева Е.А. (2017). Влияние концентрации собственности на дивидендную политику российских компаний // Вестник Финансового университета. Т. 21, № 2. С. 23–29.

Ankudinov A.B., Ibragimov R.M., Lebedev O.V. (2017). Heavy tails and asymmetry of returns in the Russian stock market. *Emerging Markets Review*, no. 32, pp. 200–219.
Benfratello L., Sembenelli A. (2006). Foreign ownership and productivity: Is the direction of causality so obvious? *International Journal of Industrial Organization*, no. 24, pp. 733–751.
Boubakri N., Chen R.(R), El Ghoul S., Guedhami O., Nash R. (2020). State ownership and stock liquidity: Evidence from privatization. *Journal of Corporate Finance*, vol. 65, pp. 211–231. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101763.
Cameron A., Trivedi P. (2009). *Microeconometrics Using Stata*. Stata Press.
Cheung Y.L., Rau P.R., Stouraitis A. (2010). Helping hand or grabbing hand? Central vs. local government shareholders in Chinese listed firms. *Review of Finance*, no. 14, pp. 669–694.
Dedu V., dan Chitan G. (2013). The Influence of Internal Corporate Governance on Bank Performance – An Empirical Analysis for Romania. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, vol. 99, pp. 1114–1123. https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2013.10.585.
Demsetz H., Villalonga B. (2001). Ownership structure and corporate performance. *Journal of Corporate Finance*, no. 7, pp. 209–233. http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.266101.
Diaz-Diaz N.L., Aguiar-Diaz I., dan Saá-Pérez P.D. (2008). Impact of Foreign Ownership on Innovation. *European Management Review*, vol. 5, pp. 253–263.
Douma S., George R., dan Kabir R. (2006). Foreign and Domestic Ownership, Business Groups and Firm Performance: Evidence from a Large Emerging Market. *Strategic Management Journal*, vol. 27, no. 7, pp. 637–657. https://doi.org/10.1002/smj.535.
Estwick S. (2016). Principal-principal agency and financial flexibility in transition economies. *Qualitative Research in Financial Markets*, vol. 15, no. 1, pp. 33–54.
Faccio M., Lang L., Young L. (2001). Dividends and expropriation. *American Economic Review*, vol. 91, pp. 54–78.
Fang V.W., Noe T.H., Tice S. (2009). Stock market liquidity and firm value. *Journal of Financial Economics*, vol. 94, pp. 150–169.
Hogan C.E., Lewis C.M. (2005). Long-run investment decisions, operating performance, and shareholder value creation of firms adopting compensation plans based on economic profits. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 40, no. 4, pp. 721–745.
Hu H., Tam O., Tan M. (2010). Internal governance mechanisms and firm performance in China. *Asia Pacific Journal of Management*, vol. 27, no. 4, pp. 727–749. DOI: 10.1007/s10490-009-9135-6.
Iwasaki I., Mizobata S., Muravyev A. (2018). Ownership dynamics and firm performance in an emerging economy: A meta-analysis of the Russian literature. *Post-Communist Economies*, vol. 30, no. 3, pp. 290–333. https://doi.org/10.1080/14631377.2018.1442036.
Jensen M.C., Meckling W.H. (1976). Theory of the Firm, Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, vol. 3, pp. 305–360.
Konijn J.J., Kräussl R., Lucas A. (2011). Blockholder dispersion and firm value. *Journal of Corporate Finance*, vol. 17, pp. 1330–1339.
La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W. (2002). Investor protection and corporate valuation. *Journal of Finance*, vol. 57, no. 3, pp. 1147–1170.
Malighetti P., Meoli M., Paleari S., Redondi R. (2011). Value determinants in the aviation industry. *Transportation Research Part E*, vol. 47, no. 3, pp. 359–370.
Meoli M., Paleari S., Vismara S. (2009). IPO valuation of European pyramidal groups. *Banking and Finance Review*, no. 1, vol. 1, pp. 17–34.
Pedersen T., Thomsen S. (2003). Ownership structure and value of the largest European firms: The importance of owner identity. *Journal of Management and Governance*, vol. 7, no. 1, pp. 27–55. https://doi.org/10.1023/A:1022480016567.
Prommin P., Jumreornvong S., Jiraporn P., Tong S. (2016). Liquidity, ownership concentration, corporate governance, and firm value: Evidence from Thailand. *Global Finance Journal*, vol. 31, pp. 73–87. http://dx.doi.org/10.1016/j.gfj.2016.06.006.
Rahim I., Mediaty M., Damayanti Damayanti R.A., Artha P. (2018). The influence of corporate governance, ownership structure on company value with company size as moderation variabel (an empirical study on manufacturing companies listing in Indonesian stock exchange). *Journal of Accounting & Financial Reporting*, vol. 2, no. 2, pp. 33–58. http://dx.doi.org/10.33857%2Fjafr.v2i2.176.
Rapp M.S., Schellong D., Schmidt M., Wolff M. (2011). Considering the shareholder perspective: Value-based management systems and stock market performance. *Review of Managerial Science*, vol. 5, no. 2-3, pp. 171–194. DOI: 10.1007/s11846-010-0056-z.
Vintilă G., Gherghina Ş.C. (2015). Does ownership structure influence firm value? An empirical research towards the Bucharest stock exchange listed companies. *International Journal of Economics and Financial Issues*, vol. 5, no. 2, pp. 501–514.
Wang K.T., Shailer G. (2015). Ownership concentration and firm performance in emerging markets: A meta–analysis. *Journal of Economic Surveys*, vol. 29, no. 2, pp. 199–229.

References

Alekseeva L.V., Berezinets I.V., Il'ina Yu.B. (2011). Kontsentratsiya sobstvennosti i dividendnaya politika: issledovanie rossiyskikh aktsionernykh obshchestv [Ownership concentration and dividend policy: A study of Russian joint stock companies]. *Vestnik Sankt-Peterburgskogo universiteta. Ser. Menedzhment – Vestnik of Saint Petersburg University. Management*, issue 3, pp. 3–31.
Ankudinov A.B., Lebedev O.V. (2014). Determinanty sozdaniya aktsionernoy stoimosti rossiyskimi kompaniyami [Determinants of shareholder value creation by Russian companies]. *Korporativnye finansy – Corporate Finance*, vol. 1, no. 28, pp. 33–49.

Antonenko N.S., Galukhina Ya.S., Pappe Ya.Sh. (2013). Osnovnye tendentsii razvitiya rossiyskogo krupnogo biznesa v 2000-e gody [Main tendencies of Russian big business development in the 2000s]. *Zhurnal NEA – Journal of the New Economic Association*, vol. 1, no. 17, pp. 114–136.

Aukutsionek S.P., Demina N.V., Kapelyushnikov R.I. (2013). Struktura sobstvennosti rossiyskikh promyshlennykh predpriyatiy v 2013 g. [Ownership structure of Russian industrial enterprises]. *Rossiyskiy ekonomicheskiy barometr (kvartal'nyy) – Russian Economic Barometer (Quarterly)*, no. 3(51), pp. 3–11.

Bataeva B.S. (2020). Razvitie korporativnogo upravleniya s pomoshch'yu servisov elektronnogo golosovaniya [Corporate governance development with e-voting services]. *Upravlencheskie nauki – Management Science*, no. 2, pp. 74–87. https://doi.org/10.26794/2404-022X-2020-10-2-74-87.

Belyaeva I.Yu., Kharchilava Kh.P. (eds.). (2018). *Effektivnoe korporativnoe upravlenie v rossiyskikh kompaniyakh s gosudarstvennym uchastiem* [Effective corporate governance in Russian state-owned companies]. Moscow: KNORUS.

Berezinets I.V., Il'ina Yu.B., Smirnov M.V. (2016). Sovety direktorov v rossiyskikh AO s gosudarstvennym uchastiem [Boards of directors in Russian state-owned companies]. *Ekonomicheskaya nauka sovremennoy Rossii – Economics of Contemporary Russia*, no. 2(73), pp. 90–106.

Bukhvalov A.V. (2004). Klassika teorii korporativnogo upravleniya [Classics of the theory of corporate governance]. *Vestnik Sankt-Peterburgskogo universiteta. Ser. 8 – Vestnik of Saint Petersburg University. Series 8*, vol. 4, no. 32, pp. 99–117.

Bykova A.A., Molodchik M.A., Shamilova E.G. (2017). Kontsentratsiya sobstvennosti kak mekhanizm korporativnogo upravleniya v rossiyskikh publichnykh kompaniyakh: vliyanie na finansovye rezul'taty deyatel'nosti [Ownership concentration, corporate governance development and firm performance in Russian listed companies]. *Prikladnaya ekonometrika – Applied Econometrics*, vol. 45, pp. 50–74.

Dolgopyatova T.G. (2016). Kontsentratsiya sobstvennosti v rossiyskoy obrabatyvayushchey promyshlennosti: empiricheskie otsenki [Concentration of ownership in the Russian manufacturing industry: Empirical estimates]. *Izvestiya UrGEU – Journal of the Ural State University of Economics*, no. 33(66), pp. 30–39.

Kapelyushnikov R.I. (2006). Kontsentratsiya sobstvennosti v sisteme korporativnogo upravleniya: evolyutsiya predstavleniy [Ownership concentration and corporate governance: Evolution of ideas]. *Rossiyskiy zhurnal menedzhmenta – Russian Management Journal*, vol. 4, no. 1, pp. 3–28.

Karminskiy A.M., Rybalka A.I. (2018). Dyry v kapitale kompaniy obrabatyvayushchey promyshlennosti: korporativnoe upravlenie i otraslevye ozhidaniya [Negative net worth of manufacturing companies: Corporate governance and industry expectations]. *Zhurnal Novoy ekonomicheskoy assotsiatsii – Journal of the New Economic Association*, no. 2(38), pp. 76–103.

Ruzhanskaya L.S., Ostanin I.V., Tychinskaya T.A., Shcherbinina A.A. (2009). Mozhet li gosudarstvennoe uchastie v sobstvennosti i upravlenii povysit' konkurentosposobnost' i effektivnost' kompaniy? [Regional businesses and state-owned companies: can the state-owned companies contribute to the businesses' operational efficiency improvement if they have a share in their property and participate in managing the businesses?]. *Sovremennaya konkurentsiya – Modern Competition*, no. 2(14), pp. 44–63.

Tkachenko I.N., Ramenskaya L.A. (2016). Vliyanie korporativnoy sotsial'noy otvetstvennosti na kapitalizatsiyu kompaniy (rezul'taty empiricheskogo issledovaniya) [Corporate social responsibility effect on the company capitalization (the results of an empirical study)]. *Upravlencheskie nauki – Management Science*, vol. 6, no. 3, pp. 85–94.

Fedorova E.A., Voronkevich A.B., Kameneva E.A. (2017). Vliyanie kontsentratsii sobstvennosti na dividendnuyu politiku rossiyskikh kompaniy [The influence of ownership concentration on the dividend policy of Russian companies]. *Vestnik Finansovogo universiteta – Finance: Theory and Practice*, vol. 21, no. 2, pp. 23–29. https://doi.org/10.26794/2587-5671-2017-21-2-23-29.

Ankudinov A.B., Ibragimov R.M., Lebedev O.V. (2017). Heavy tails and asymmetry of returns in the Russian stock market. *Emerging Markets Review*, no. 32, pp. 200–219.

Benfratello L., Sembenelli A. (2006). Foreign ownership and productivity: Is the direction of causality so obvious? *International Journal of Industrial Organization*, no. 24, pp. 733–751.

Boubakri N., Chen R.(R), El Ghoul S., Guedhami O., Nash R. (2020). State ownership and stock liquidity: Evidence from privatization. *Journal of Corporate Finance*, vol. 65, pp. 211–231. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101763.

Cameron A., Trivedi P. (2009). *Microeconometrics Using Stata*. Stata Press.

Cheung Y.L., Rau P.R., Stouraitis A. (2010). Helping hand or grabbing hand? Central vs. local government shareholders in Chinese listed firms. *Review of Finance*, no. 14, pp. 669–694.

Dedu V., dan Chitan G. (2013). The Influence of Internal Corporate Governance on Bank Performance – An Empirical Analysis for Romania. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, vol. 99, pp. 1114–1123. https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2013.10.585.

Demsetz H., Villalonga B. (2001). Ownership structure and corporate performance. *Journal of Corporate Finance*, no. 7, pp. 209–233. http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.266101.

Diaz-Diaz N.L., Aguiar-Diaz I., dan Saá-Pérez P.D. (2008). Impact of Foreign Ownership on Innovation. *European Management Review*, vol. 5, pp. 253–263.

Douma S., George R., dan Kabir R. (2006). Foreign and Domestic Ownership, Business Groups and Firm Performance: Evidence from a Large Emerging Market. *Strategic Management Journal*, vol. 27, no. 7, pp. 637–657. https://doi.org/10.1002/smj.535.

Estwick S. (2016). Principal-principal agency and financial flexibility in transition economies. *Qualitative Research in Financial Markets*, vol. 15, no. 1, pp. 33–54.

Faccio M., Lang L., Young L. (2001). Dividends and expropriation. *American Economic Review*, vol. 91, pp. 54–78.

Fang V.W., Noe T.H., Tice S. (2009). Stock market liquidity and firm value. *Journal of Financial Economics*, vol. 94, pp. 150–169.
Hogan C.E., Lewis C.M. (2005). Long-run investment decisions, operating performance, and shareholder value creation of firms adopting compensation plans based on economic profits. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 40, no. 4, pp. 721–745.
Hu H., Tam O., Tan M. (2010). Internal governance mechanisms and firm performance in China. *Asia Pacific Journal of Management*, vol. 27, no. 4, pp. 727–749. DOI: 10.1007/s10490-009-9135-6.
Iwasaki I., Mizobata S., Muravyev A. (2018). Ownership dynamics and firm performance in an emerging economy: A meta-analysis of the Russian literature. *Post-Communist Economies*, vol. 30, no. 3, pp. 290–333. https://doi.org/10.1080/14631377.2018.1442036.
Jensen M.C., Meckling W.H. (1976). Theory of the Firm, Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, vol. 3, pp. 305–360.
Konijn J.J., Kräussl R., Lucas A. (2011). Blockholder dispersion and firm value. *Journal of Corporate Finance*, vol. 17, pp. 1330–1339.
La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W. (2002). Investor protection and corporate valuation. *Journal of Finance*, vol. 57, no. 3, pp. 1147–1170.
Malighetti P., Meoli M., Paleari S., Redondi R. (2011). Value determinants in the aviation industry. *Transportation Research Part E*, vol. 47, no. 3, pp. 359–370.
Meoli M., Paleari S., Vismara S. (2009). IPO valuation of European pyramidal groups. *Banking and Finance Review*, no. 1, vol. 1, pp. 17–34.
Pedersen T., Thomsen S. (2003). Ownership structure and value of the largest European firms: The importance of owner identity. *Journal of Management and Governance*, vol. 7, no. 1, pp. 27–55. https://doi.org/10.1023/A:1022480016567.
Prommin P., Jumreornvong S., Jiraporn P., Tong S. (2016). Liquidity, ownership concentration, corporate governance, and firm value: Evidence from Thailand. *Global Finance Journal*, vol. 31, pp. 73–87. http://dx.doi.org/10.1016/j.gfj.2016.06.006.
Rahim I., Mediaty M., Damayanti Damayanti R.A., Artha P. (2018). The influence of corporate governance, ownership structure on company value with company size as moderation variabel (an empirical study on manufacturing companies listing in Indonesian stock exchange). *Journal of Accounting & Financial Reporting*, vol. 2, no. 2, pp. 33–58. http://dx.doi.org/10.33857%2Fjafr.v2i2.176.
Rapp M.S., Schellong D., Schmidt M., Wolff M. (2011). Considering the shareholder perspective: Value-based management systems and stock market performance. *Review of Managerial Science*, vol. 5, no. 2-3, pp. 171–194. DOI: 10.1007/s11846-010-0056-z.
Vintilă G., Gherghina Ș.C. (2015). Does ownership structure influence firm value? An empirical research towards the Bucharest stock exchange listed companies. *International Journal of Economics and Financial Issues*, vol. 5, no. 2, pp. 501–514.
Wang K.T., Shailer G. (2015). Ownership concentration and firm performance in emerging markets: A meta–analysis. *Journal of Economic Surveys*, vol. 29, no. 2, pp. 199–229.

Информация об авторах

Анкудинов Андрей Борисович

Кандидат физико-математических наук, доцент кафедры управления корпоративными финансами Института управления, экономики и финансов. **Казанский федеральный университет** (420012, РФ, г. Казань, ул. Бутлерова, д. 4). E-mail: ABAnkudinov@kpfu.ru, ankudia@mail.ru.

Батаева Бэла Саидовна

Доктор экономических наук, профессор Департамента корпоративных финансов и корпоративного управления Факультета экономики и бизнеса. **Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации** (129164, РФ, г. Москва, ул. Кибальчича, 1). E-mail: BBataeva@fa.ru.

Information about the authors

Andrey B. Ankudinov

Cand. Sc. (Physics and Mathematics), Associate Professor of Corporate Financial Management Dept. **Kazan Federal University** (4 Butlerova St., Kazan, 420012, Russia). E-mail: abankudinov@kpfu.ru, ankudia@mail.ru.

Bela S. Bataeva

Dr. Sc. (Econ.), Professor of Corporate Finance and Corporate Governance Dept. **Financial University under the Government of the Russian Federation** (1 Kibalchicha St., Moscow, 129164, Russia). E-mail: bbataeva@fa.ru.