

Федеральное государственное бюджетное образовательное  
учреждение высшего профессионального образования

Санкт-Петербургский государственный университет  
Институт «Высшая школа менеджмента»

## **СПЕЦИФИКА ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПОЛИТИКИ И РЕЗУЛЬТАТИВНОСТИ КОМПАНИЙ С ДВУМЯ ТИПАМИ АКЦИЙ**

Выпускная квалификационная работа  
студента 4 курса бакалаврской программы,  
направление 38.03.02 «Менеджмент»,  
профиль Финансовый менеджмент  
СУЛЕЙМАНОВА Теймура Рафиковича

---

Научный руководитель к.э.н., ст.  
преподаватель  
СМИРНОВ Марат Владимирович

---

## ЗАЯВЛЕНИЕ О САМОСТОЯТЕЛЬНОМ ХАРАКТЕРЕ ВЫПУСКНОЙ КВАЛИФИКАЦИОННОЙ РАБОТЫ

Я, студент 4 курса отделения «Финансовый менеджмент» программы бакалавриата направления «Менеджмент», Сулейманов Теймур Рафикович, заявляю, что в моей выпускной квалификационной работе на тему «Смена топ-менеджмента и финансовая результативность российских публичных компаний», представленной в службу обеспечения программ бакалавриата для последующей передачи в государственную аттестационную комиссию для публичной защиты, не содержится элементов плагиата.

Все прямые заимствования из печатных и электронных источников, а также из защищенных ранее курсовых и выпускных квалификационных работ, кандидатских и докторских диссертаций имеют соответствующие ссылки.

Мне известно содержание п. 9.7.1. Правил обучения по основным образовательным программам высшего и среднего профессионального образования в СПбГУ о том, что «ВКР выполняется индивидуально каждым студентом под руководством назначенного ему научного руководителя», и п. 51 Устава федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего профессионального образования «Санкт-Петербургский государственный университет» о том, что «студент подлежит отчислению из Санкт-Петербургского университета за представление курсовой или выпускной квалификационной работы, выполненной другим лицом (лицами)».



\_\_\_\_\_  
(Подпись студента)

31.05.2020

\_\_\_\_\_  
(Дата)

## СОДЕРЖАНИЕ

<b>ВВЕДЕНИЕ .....</b>	<b>4</b>
<b>Глава 1. Компании с двумя типами акций .....</b>	<b>6</b>
1.1    Российская специфика и зарубежный опыт .....	6
1.2    Преимущества и риски наличия двух типов акций для внешних и внутренних стейкхолдеров.....	7
1.3    Частные выгоды контроля и методы их измерения .....	10
1.4    Частные выгоды контроля и результативность компаний.....	13
<b>Глава 2. Инвестиционная политика компаний .....</b>	<b>21</b>
2.1    Роль инвестиционной политики в управлении компанией.....	21
2.2    Гипотеза недостаточных и чрезмерных инвестиций .....	23
2.3    Конфликт между контролирующим акционером и миноритариями .....	25
2.4    Основные гипотезы исследования.....	29
<b>Глава 3. Эмпирическое исследование.....</b>	<b>31</b>
3.1    Модель чрезмерных / недостаточных инвестиций .....	31
3.2    Модель результативности .....	34
3.3    Описание выборки .....	38
3.4    Описательная статистика и регрессионный анализ .....	41
3.5    Анализ результатов.....	49
<b>ЗАКЛЮЧЕНИЕ.....</b>	<b>51</b>
<b>ПРИЛОЖЕНИЕ .....</b>	<b>54</b>
<b>СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ.....</b>	<b>57</b>

## **ВВЕДЕНИЕ**

При принятии решений об инвестировании инвесторы могут руководствоваться различными индикаторами – оценивать стоимость акций методом дисконтированных денежных потоков, анализировать состав совета директоров, оценивать перспективы рынка на котором конкурирует компания и т.д. Однако в ситуациях, когда видение инвестора относительно будущего компании и видение основного акционера, обладающего наибольшим числом голосов и, следовательно, имеющего возможность влиять на принимаемые в компании решения, не совпадают, это может приводить к тому, что инвестор либо откажется от идеи покупать акции компании, либо будет продавать имеющийся у него пакет. В этой ситуации предполагается, что мажоритарный акционер ведет себя добросовестно, но в случае, когда его личное благосостояние становится для него важнее благосостояния фирмы и других акционеров, он обладает возможностью использовать свое положение с целью ущемления прав миноритарных акционеров. С другой стороны, менеджмент также обладает возможностью использовать свое положение для реализации своих личных интересов, которые потенциально могут нанести вред благосостоянию компании и инвесторов. Исследователи связывают такое поведение с извлечением частных выгод контроля за счет обладания возможностями, недоступными другим акционерам (Dyck, Zingales, 2004).

Такое поведение влияет на все важнейшие аспекты деятельности компании, одним из которых является ее инвестиционная политика. Грамотная и разумная инвестиционная политика во многом предопределяет будущую успешность деятельности компании – через реализацию инвестиционных проектов компания либо поддерживает текущие операции, либо открывает для себя новые возможности роста. Учитывая тот факт, что инвестирование в проекты с положительной приведенной стоимостью позволяет компании получать дополнительные денежные потоки, увеличивающие благосостояние ее акционеров, отклонение от оптимальных объемов инвестиций может негативно влиять на стоимость компании. Именно извлечение частных выгод контролем менеджментом или контролирующим акционером может отрицательно сказываться на динамике инвестиций компании, что в свою очередь приведет к падению ее стоимости из-за отказа потенциальными инвесторами от покупки акций и продажи акций текущими акционерами. Таким образом, наличие у компании двух типов акций может создавать прецедент для ущемления прав миноритарных акционеров и использовании денежных

потоков фирмы не для создания ценности для акционеров, а для обогащения стейкхолдера, извлекающего частные выгоды контроля.

Актуальность данного исследования может быть обоснована как продолжающимися среди исследователей дебатами о будущем компаний с двумя типами, о возможности и необходимости изменений в законодательство о ценных бумагах на развивающихся и развитых финансовых рынках, так и потребностью инвесторов в определении возможных детерминант результативности компаний для составления оптимальных портфелей ценных бумаг в соответствии с заданными критериями риска и доходности.

. Основными задачами стали следующие: 1. Анализ литературы и релевантных исследований по проблематике компаний с двумя типами акций, их инвестиционной политики и результативности 2. Изучение торгуемых компаний с двумя типами акций на российском фондовом рынке 3. Формулировка гипотез о связи размера премии за контроль, размера недостаточных/чрезмерных инвестиций и результативности компании 4. Сбор данных на основе анализа годовых отчетов компаний, динамики стоимости их акций 4. Построение регрессионной модели, оценка ее параметров 5. Анализ и интерпретация полученных результатов.

Исследование было осуществлено с помощью пакета статистического анализа STATA. Основным инструментом стало построение многофакторной регрессионной модели. Объектом исследования были российские компании имеющие два типа акций и торговавшиеся на бирже в период с 2014 по 2020 год. Основным источником статистических данных стала база финансовой информации Thomson Reuters EIKON.

В ходе исследования были использованы как современные исследования посвященные связи инвестиционной политики, наличия у компании двух типов акций и ее результативности, так и фундаментальные работы посвященные тематике агентской проблемы, отношений между различными группами стейкхолдеров компании. Использованные теоретические концепции были эмпирически проверены исследователями в условиях различных правовых систем и различной степени развития финансовых институтов в той или иной стране.

Данная работа состоит из трех глав: в первой главе проанализирован механизм разделения акций компаний на два типа, даны все сопутствующие определения, проведен обзор теоретических концепций описывающих преимущества и недостатки наличия у компании двух типов акций, а также раскрыто понятие частных выгод контроля. Вторая глава описывает основные теоретические концепции связанные с инвестиционной

политикой компаний, возможные конфликты между стейкхолдерами компании и их влияние на инвестиционную политику компании, а также конфликт мажоритарного и миноритарного акционера в частности, третья глава описывает проведенное эмпирическое исследование, его результаты и основные выводы.

## **ГЛАВА 1. КОМПАНИИ С ДВУМЯ ТИПАМИ АКЦИЙ**

### **1.1 Российская специфика и зарубежный опыт**

В российском законодательстве установлено, что компании могут выпускать два типа акций: обыкновенные и привилегированные. Обыкновенные акции дают владельцу право голоса на собрании акционеров а также право на получение нефиксированного дивиденда, который выплачивается из той части чистой прибыли, которая остается после выплаты дивидендов по привилегированным акциям. Привилегированные акции дают право на получение фиксированного дивиденда, но не дают право голоса, однако, если компания не выплачивает дивиденды по привилегированным акциям, они получают право голоса. Пример выдержки из положения о дивидендной политике ПАО Сбербанк :

«1.5. Банком размещены следующие виды акций: - обыкновенные акции; - привилегированные акции одного типа – с обязательной выплатой определенного дивиденда в размере не ниже 15 процентов от номинальной стоимости привилегированной акции. 1.6. Размер дивиденда на одну акцию каждой категории определяется как отношение части чистой прибыли Банка, направляемой на выплату дивидендов по данной категории акций, к общему количеству размещенных акций этой категории. 1.7. Банк стремится выплачивать дивиденды в равном размере по обыкновенным и привилегированным акциям при выполнении условий, указанных в п. 2.2 настоящего Положения, и обеспечивать выплату дивидендов по привилегированным акциям в размере не меньшем, чем по обыкновенным акциям.»<sup>1</sup>

В мировом сообществе наличие у компании акций двух типов является крайне спорной и активно обсуждаемой практикой. С одной стороны, конкуренция в регуляторных послаблениях для удовлетворения потребности привлекать первичные публичные размещения в страну привела к тому, что две крупные азиатские биржи – Гонконгская

---

<sup>1</sup> Положение о дивидендной политике ПАО «Сбербанк» 2017 г. [Электронный ресурс] // Сбербанк. – Режим доступа: [https://www.sberbank.com/common/img/uploaded/files/pdf/normative\\_docs/dividend-policy-2020.pdf](https://www.sberbank.com/common/img/uploaded/files/pdf/normative_docs/dividend-policy-2020.pdf) (дата обращения: 03.02.2020)

фондовая биржа и Сингапурская фондовая биржа пересмотрели свои положения относительно размещений и разрешили компаниям выходить на IPO с двумя типами акций, при условии соблюдения некоторых требований. В то же время, американская биржа NASDAQ, специализирующаяся на высокотехнологических компаниях, и Нью-Йоркская фондовая биржа NYSE получили просьбу Совета институциональных инвесторов США ввести ограничение по времени на наличие двух типов акции у компаний после размещения, иными словами, если компания при размещении имеет два типа акций, то через какой-то период времени, примерно несколько лет, она должна будет конвертировать акции в один тип с одинаковым правом голоса. С другой стороны, в других финансовых центрах мира, таких как Лондон и Франкфурт запрещено публичное размещение компаний с двумя типами акций (Gurtea-Martinez, 2019).

Наиболее распространенной системой двух типов акций в мировой практике является разделение капитала на акции класса Б, которые обладают большим количеством голосов на одну акцию и принадлежат преимущественно основателям компании или ее топ-менеджменту, и акции класса А, которые обладают одним голосом на одну акцию и преимущественно продаются инвесторам во время публичного размещения.

## **1.2 Преимущества и риски наличия двух типов акций для внешних и внутренних стейкхолдеров**

Одним из преимуществ, которые предоставляет возможность наличия двух типов акций у компании во время первичного публичного размещения, является сохранение основателем компании контроля над ней, это в свою очередь стимулирует компании размещать свои акции на бирже и становиться публичными (Braun, Fawcett, 2006). Таким образом, бизнес имеет возможность привлекать больше средств как при IPO, так и в дальнейшем. С другой стороны, инвесторы получают доступ к перспективным быстрорастущим компаниям, что позволит им значительно увеличить свое благосостояние в случае успеха бизнеса. Большое количество размещений ведет к развитию фондового рынка, что в свою очередь положительно сказывается как на благосостоянии инвесторов, так и на благосостоянии государства, дополнительными бенефициарами развития финансовой системы являются смежные отрасли, которые обслуживают размещения и заключения сделок: брокеры, инвестиционные банкиры, юристы, аудиторы и т.д. (Gurtea-Martinez, 2019). Согласно некоторым исследованиям (Cleary, Alderighi, 2018), частные компании которые являются семейным бизнесом очень часто не желают размещать свои акции и становиться публичными, и возможность размещения с двумя типами акций

позволяет удовлетворить желание инсайдеров сохранять долгосрочный контроль над компанией и при этом дать ей доступ к дополнительному источнику финансирования, а с точки зрения инвесторов дать им возможность инвестировать в новый, перспективный бизнес.

Второе преимущество, которым обладают компании с двумя типами акций, также связано с сохранением основателем контроля над компанией, оно заключается в возможности реализации основателем своего «уникального» видения (от английского термина «Idiosyncratic Vision») (Goshen, Hamdani, 2006). Тем не менее, реализация этого преимущества связана с определенной долей асимметрии информации между инвесторами и основателем компании, в этом случае от компании требуется соблюдение баланса между агентскими издержками акционеров и реализацией планов и задумок основателя (Goshen, Hamdani, 2006). Однако в тех случаях, когда «уникальное» видение создает ценность для акционеров, они готовы поддерживать основателей и их видение. Примером создания ценности для акционеров в рамках реализации своих намерений и идей является поглощение компанией Facebook компании Instagram в 2012 году. Обладая 28% капитала компании Facebook и 57% голосов, основатель компании Марк Цукерберг мог реализовывать те сделки, которые считал нужными без необходимости получать одобрение совета директоров или акционеров. Таким образом, он приобрел компанию Instagram за 1 миллиард долларов, обосновав это тем, что цена была в два раза ниже чем изначально запрошенная со-основателем компании Кевином Систром. Через шесть лет после этой сделки компания Instagram оценивалась в 35 миллиардов долларов, что стало примером значительного увеличения богатства акционеров компании Facebook, благодаря «уникальному» видению Марка Цукерберга.<sup>2</sup>

Преимуществом также является защита менеджмента компании от инвесторов-активистов, что позволяет снизить степень «краткосрочного рыночного давления» и позволить менеджменту сосредоточиться на достижении долгосрочных целей и задач. Из-за существования давления рынка и инвесторов компания может отказываться от своих инвестиционных проектов и исследований для того, чтобы укладываться в ожидания рынка по показателям чистой прибыли, маржинальности и т.д. (Bushee, 1998). Различные исследования (Dugar, Nathan, 1995; Hong, Kubik, 2003; He, Tian, 2013) также отмечают, что давление может вызывать аналитическое покрытие компании финансовыми аналитиками,

---

<sup>2</sup> Raice, S.R., Ante, S.E., Glazer, E. , In Facebook Deal, Board Was All But Out of Picture [Электронный ресурс] // Wall Street Journal. – 2012. – Режим доступа: <https://www.wsj.com/articles/SB10001424052702304818404577350191931921290> (дата обращения 20.01.2020)

которые зачастую слишком концентрируются на достижении компанией краткосрочных финансовых результатов.

Определенным преимуществом является то, что несмотря на некоторые риски инвестирования в компании с двумя типами акций, исследователи (Sharfman, 2017) предполагают, что «скрытых» рисков такого инвестиционного решения не существует. Таким образом, в соответствии с гипотезой эффективных рынков, все риски связанные с покупкой акций компании с двумя типами акций уже продисконтированы и учтены в ценах акций (Magnan, Khalil, 2007). Инвесторы фактически заключают «честную» сделку – с одной стороны существуют риски связанные со сложностью осуществления контроля за компанией, но с другой стороны существуют выгоды связанные, к примеру, с реализацией основателем компании своего «уникального» видения, что может привести к созданию значительной ценности для акционеров. Факт того, что цены акций уже учитывают возможные риски находят свое отражение в дисконте акций с малым числом голосов по отношению к акциям с большим числом голосов, этот дисконт варьируется по странам: в среднем от 3% до 10.5% в США, от 7% до 20% в Канаде, 12% в Швеции, 19% в Англии, 82% в Италии (Magnan, Khalil, 2007).

Необходимо отметить, что несмотря на достоинства наличие у компании двух типов акций с разными правами голоса несет в себе некоторые риски, связанные со сложностью осуществления контроля за действиями инсайдеров (менеджмента или акционера обладающего акциями с наибольшим числом голосов). Два типа акций позволяют инсайдерам обладать значительными правами на голос, при этом обладая непропорционально маленькой частью капитала, что приводит к возможности использования частных выгод от контроля над решениями компании, в том числе к обогащению менеджмента (Grossman, Hart, 1988).

Отдельным риском является отделение прав на денежные потоки от прав на голос. Исследователи связывают это с тем, что традиционный механизм контроля за действиями менеджеров перестает работать и они могут использовать свое положение во вред акционерам (Wen, 2014). Этот эффект возникает из-за того, что в условиях, когда компания обладает двумя типами акций с одинаковыми правами на денежные потоки, но неодинаковыми правами голоса, владелец акций с наибольшим числом голосов становится заинтересован в использовании своего положения в личных интересах (Wen, 2014; Claessens et al., 2002; Bainbridge, 2007).

Также, согласно исследованиям, наличие двух типов акций у компании снижает вероятность совершения ею сделок слияний и поглощений, которые потенциально могли

бы привести к созданию ценности и увеличению богатства акционеров (Grossman, Hart, 1988). Это может объясняться тем, что в таких сделках инсайдеры компании рискуют потерять контроль, которым они обладают на текущем этапе, либо эти сделки не позволят им извлечь личных выгод и следовательно у них будет отсутствовать мотивация для санкционирования таких сделок (Holmen, Nivorozhkin, 2007)

Кроме того, в некоторых случаях, акционеры компаний с двумя типами акций, обладающие наибольшим количеством голосов могут быть заинтересованы в сокрытии или искажении финансовой отчетности и информации (Fan, Wong, 2002). Это мотивируется тем, что в данном случае частные выгоды контроля позволяют им получать большую ценность, чем от денежных потоков приходящихся на акции.

Стоит отметить, что хотя упомянутая выше структура капитала и позволяет основателям сохранять контроль над компанией и реализовывать свое уникальное видение, акционеры принимают на себя все риски, связанные с построением ассоциаций между компанией и личностью, которая ее возглавляет (Bebchuk, Kastiel, 2017). К примеру шутка Илона Маска о его намерениях выкупить акции Tesla с рынка по цене в 420 долларов стоила компании несколько десятков миллионов долларов штрафов и нескольких миллиардов капитализации.<sup>3</sup>

Наконец, несмотря на то, что обладание двумя типами акций потенциально может защищать компанию от действий инвесторов-активистов, это может негативно влиять на качество ее управления в целом, ведь в некоторых случаях активизм мотивируется стремлением к реорганизации компании и улучшения ее методов ведения бизнеса (Bebchuk, Brav, Jiang, 2015). Таким образом, защита от рыночного контроля может приводить к отвержению операционных стратегий, которые бы создавали ценность для акционеров.

### **1.3 Частные выгоды контроля и методы их измерения**

Частными выгодами контроля называются те выгоды, которые извлекает инсайдер компании, им может быть менеджмент обладающий долей в капитале компании или контролирующий акционер, из своего положения и которые недоступны остальным акционерам компании (Berle, Means, 1932). Они могут принимать различную форму от завышенных зарплат менеджменту, до продажи внутренних активов компании (Смирнов, Бухвалов, 2012). Несмотря на важность этой концепции, количественная оценка частных

---

<sup>3</sup> Wayland, M. , Tesla's chaotic year after Musk's 'funding secured' tweet [Электронный ресурс] // CNBC. – 2019. – Режим доступа: <https://www.cnbc.com/2019/08/08/teslas-chaotic-year-after-musks-funding-secured-tweet.html> (дата обращения 15.01.2020)

выгод контроля на практике является сложной задачей, в силу ряда причин, например – само существование этих выгод не может быть подтверждено напрямую – контролирующий акционер в каждой конкретной компании может вести себя абсолютно по-разному и извлекать частные выгоды только в ситуациях, когда невозможно объективно доказать, что он это делает, в противном случае миноритарные акционеры могут отстаивать свои права в суде (Dyck, Zingales, 2001); с другой стороны, информация о деятельности внутри компании зачастую является закрытой и недоступна широкому кругу инвесторов, которые не являются действующими акционерами компании, что затрудняет внешний мониторинг за действиями инсайдера, стремящегося извлечь частные выгоды контроля (Dyck, Zingales, 2001).

Тем не менее, исследователями было предложено несколько методов для оценки частных выгод контроля. Первый из методов (Barcklay, Holderness, 1989) оценивает исключительно согласованные в частном порядке трансферы контрольных пакетов акций в публично торгуемых акций. Цена за акцию, которую выплачивает приобретатель отражает денежные выгоды, которые он получает от владения долей компании и от частных выгод контроля, которые он теперь в состоянии извлекать, исходя из своего контролирующего положения. В сравнении с этой ценой, рыночная цена акции, после объявления изменения контролирующего акционера отражает только потенциальные денежные выгоды, которые неконтролирующие акционеры могут получить в результате данной сделки (Barcklay, Holderness, 1989). Таким образом, разница между ценой, которую платит приобретатель контрольного пакета и цена за акцию на рынке может быть использована в качестве количественной оценки для частных выгод контроля, которые он получает.

Второй метод, получил название подходит для компаний, два типа акций с различными правами голоса, которых торгуются на бирже. В случае если, эти акции имеют одинаковые права на денежные потоки, но разные права на голос, исследователи берут отношение разницы цен между акциями к цене акции с меньшими правами на голос (Zingales, 1994; Nenova, 2000). Этот подход получил название «премии за право голоса» (Lease et al., 1983). Одним из возможных объяснений существования разницы в ценах акций с различными правами голоса, служит предположение о том, что акционеры, которые в данный момент обладают голосующими акциями, понимают, что их пакет акций может быть важен для потенциального инвестора или акционера, желающего получить контроль над компанией и извлекать частные выгоды контроля, и требуют премию в цене за свои акции. Эта теория получила название «соревнование за контроль» (Grossman, Hart, 1988).

Третьим методом является подсчет стоимости право на голос через стоимость заимствования акции, через процентную ставку, незадолго до собраний акционеров. Используя базу данных от одного из банков (Christoffersen et al., 2007) пришел к выводу, что стоимость права голоса близка к нулю. Однако используя большую выборку данных от нескольких банков (Aggarwal, Saffi, Sturgess, 2012) обнаружили, что стоимость заимствования акций растет ближе к датам собраний акционеров, особенно если предложение акций на рынке ограничено. Эти результаты свидетельствуют о наличии значительной и положительной премии за право голоса. Однако учитывая некоторые ограничения в доступе инвесторов к заимствованию акций и данным о сделках такого рода, результаты данных исследования сложно проверить и повторить. Более того, на процентную ставку может влиять множество различных факторов, связанных как с кредитным риском заемщика, так и с рыночным риском самих акций (Kalay et al., 2014.)

Относительно новым методом, предложенным в исследовании (Kalay et al., 2014), который по сути является техническим усовершенствованием второго метода, является расчет премии за право голоса используя цены опцион и паритет цены пут и колл опционов. Механизм заключается в конструировании синтетической акции без права голоса путем покупки опциона колл, продажи опциона пут с одинаковыми страйками и датами экспирации и инвестировании в безрисковый актив суммы равной приведенной стоимости цены страйк. Эта синтетическая акция дает инвестору такие же права на денежные потоки как и обыкновенная акция, кроме дивидендов, но не дает право голоса до даты экспирации опционов. Таким образом, цена права голоса рассчитывается как разница между стоимостью акции и стоимостью синтетической акции, с поправкой на дивиденды (Kalay et al., 2014).

Согласно результатам исследований с использованием всех описанных выше методов измерения частных выгод контроля в большинстве стран существует значительная положительная премия за право голоса Таблица 1.1:

**Таблица 1.1** Оценка премии за право голоса методом спреда в ценах (Leung, 2018)

<b>Исследования использующие спред в ценах</b>				
Исследование	Страна	Период	Количество компаний	Премия за право голоса (%)
Levy, 1983	Израиль	1974-1980	25	45.5
Lease et al, 1983	США	1948-1978	30	5.4
Horner, 1988	Швейцария	1973-1983	45	20
Meggison, 1990	Англия	1955-1982	152	13.3

**Таблица 1.1** Оценка премии за право голоса методом спреда в ценах (продолжение)

Zingales, 1994	Италия	1987-1990	96	81.5
Zingales, 1995	США	1984-1990	94	10.5
Smith, Amoako-Adu, 1995	Канада	1981-1992	96	10.4
Chung, Kim, 1999	Южная Корея	1992-1993	119	10
Nenova, 2003	США	1997	39	2
Hauser, 2004	Израиль	1990-2000	84	10

**Таблица 1.2** Оценка премии за право голоса методом контрольного пакета (Leung, 2018)

<b>Исследования использующие сделки с контрольным пакетом</b>				
Исследование	Страна	Период	Количество транзакций	Премия за право голоса (%)
Barcklay, Holderness, 1989	США	1978-1982	63	20
Dyck, Zingales, 2004	США	1990-2000	46	1
Albuquerque, Schroth, 2009	США	1990-2006	250	15
Byrka-Kita, Czerwinski, 2015	Польша	1996-2014	175	4.41-10.52

#### **1.4 Частные выгоды контроля и результативность компаний**

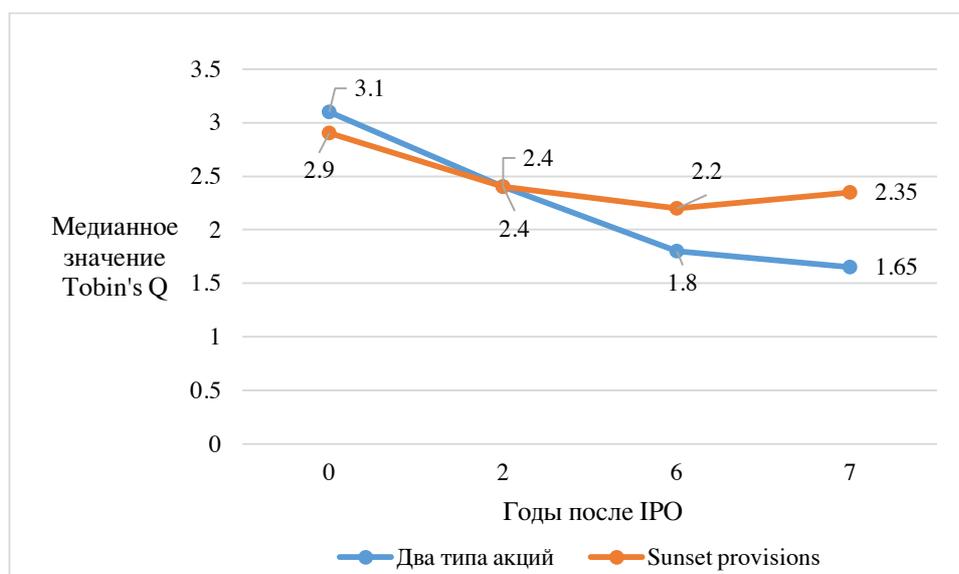
Значительное количество исследований было посвящено анализу связи между результативностью компании измеренной либо через стоимость компании, либо через доходность ее акций, а также через доходность акций в сравнении с бенчмарком. Основным предположением исследователей является то, что компании с двумя типами акций будут показывать более слабые результаты по мере увеличения премии за контроль. Это

согласуется с гипотезой того, что премия за контроль фактически может использоваться как индикатор состояния внутренней корпоративной среды (Muravyev, Berezinets, Ilina, 2014). Исследование проведенное IRRCI (Investor Responsibility Research Center Institute) и ISS (Institutional Shareholder Services Inc.) в США, показывает, что компании с концентрированной собственностью и в особенности компании с двумя типами акций дают меньшую доходность на окне в 3,5 и 10 лет по сравнению с компаниями с одним типом акций (Lukomnik and Quinn, 2012). Кроме низкой доходности, такие компании хуже контролируют свои внутренние принципы учета, что приводит к большей волатильности в ценах акций. Дальнейшие исследования на эту тему отмечают, что компании с двумя типами акций зачастую показывают худшие результаты по таким показателям как доходность на собственный капитал, коэффициент выплаты дивидендов и т.д, несмотря на то, что некоторым компаниям удается обогнать конкурентов по показателю доходности на активы (Kamonjoh, 2016). Также сравнивая компании с двумя типами акций и с одним исследователи отмечают, что несмотря на то, что количество сделок со связанными сторонами среди компаний с двумя типами акций постепенно снижается, их размер остается значительным по сравнению с компаниями с одним типом акций (Kamonjoh, 2016).

Более слабая динамика показателей доходности акций компаний с двойной структурой капитала свойственна не только рынку США. Исследуя рынок Бразилии, которому исторически свойственно большое количество компаний с 2 типами акций, (Matos, 2017) оценил последствия реформы «Nova Mercado», которая была направлена на создания возможности для размещения компаний с усиленной защитой прав инвесторов, включая переход к одному типу акций по системе 1 акций – 1 голос. Исследование показало, что результативность компаний воспользовавшихся возможностями этой реформы и изменивших структуру своего капитала была выше как по показателям доходности акций, так и по показателям доходности активов.

В своем исследовании член комиссии по ценным бумагам и биржам в США (Jackson, 2018) утверждает, что наиболее оптимальным использованием структуры с разным количеством голосов на акции является ее временное внедрение и переход через какой-то промежуток времени к структуре с одним типом акций. Это позволяет использовать выгоды двух типов акций для стимулирования размещений, но при этом сохранять ценность компании и не давать развиваться недостатком такой структуры. Свое предложение исследователь подкрепляет сравнением рыночной оценки компаний после IPO которые воспользовались «sunset provision» и тех, кто сохранил двойную структуру капитала, что представлено на Рисунке 1.1.

**Рисунок 1.1** Tobin's Q компаний с двумя типами акций и использующих Sunset provisions



(составлено по Jackson, 2018)

Ниже в Таблице 1.3 приведены исследования посвященные проблематике результативности компаний с двумя типами акций и их основные выводы:

**Таблица 1.3** Исследования результативности компаний с двумя типами акций (Leung, 2018)

Год	Автор	Выборка	Выводы
2018	Cremers et al.	IPO компаний с двумя типами акций в США с 1980 по 2015	Компании с двумя типами акций оцениваются с премией к компаниям с одним типом акций во время IPO, но затем теряют ее и торгуются с дисконтом через 6-9 лет после IPO
2018	Jackson	157 IPO компаний США с двумя типами акций, из которых 71 воспользовались «sunset provision»	Компании с двумя типами акций, воспользовавшиеся «sunset provision» опережают тех, кто не воспользовался таким правом
2018	Kim, Michaely	Компании США с двумя типами акций с 1971 по 2015	Чем старше компания с двумя типами акций, тем хуже ее результативность и тем выше дисконт к ее оценке рынком

**Таблица 1.3** Исследования результативности компаний с двумя типами акций (продолжение)

2017	Morey	1629 компаний США с одним типом акций и 133 компании с двумя типами акций	Отсутствие взаимосвязи между структурой капитала и результативностью компании
2008	Gompers et al.	6000 компаний США с одним типом акций и 133 компании с двумя типами акций	Ценность компании снижается с ростом премии за право голоса
2008	Adams, Ferreira	Обзор литературы по тематике разделения права на денежные потоки и права голоса	Влияние распределения контроля между акционерами на стоимость компании сложно оценить эмпирически
2016	Kamonjoh	Компании входящие в индекс S&P Composite 1500 на 31 июля 2015 года	Компании с двумя типами акций показывают меньшую результативность как в финансовых показателях так и в метриках рыночной доходности
2009	Smart et al.	2622 IPO компаний США в период с 1990 по 1998, из которых 253 компании с двумя типами акций.	Компании с двумя типами акций торгуются с меньшими мультипликаторами стоимости, как в дату IPO так и через 5 лет после него

С точки зрения подходов к оценке результативности можно выделить следующие методики: анализ динамики «рыночных» показателей, таких как капитализация, доходность акций, полная доходность акций, мультипликаторы стоимости компании и т.д.; также используется анализ динамики бухгалтерских показателей, таких как доходность собственного капитала, рентабельность активов, экономическая добавленная стоимость и т.д.

Использование рыночной капитализации напрямую несет в себе ряд ограничений, связанных с невозможностью сравнения между собой компаний, значительно

различающихся по капитализации, что является обычной практикой на финансовых рынках. В данном случае правильнее использовать относительный прирост капитализации, т.к. абсолютный прирост также предоставляет ограниченные возможности для сравнения компаний. Переменной, которая отражает непосредственный прирост капитализации при прочих равных условиях является рост цен акций, или их доходность для инвестора.

$$Return_t = \frac{Price_t - Price_{t-1}}{Price_{t-1}} \quad (1.1)$$

Где:

- *Return* – доходность акций за период
- *Price* – цена акций в момент времени t и t-1

Переменной, которая позволяет учесть весь доход для инвестора, как от роста стоимости акции так и от выплаты по ней дивидендов является полная доходность акций, которая рассчитывается по следующей формуле:

$$Total Return_t = \frac{Price_t - Price_{t-1} + Div_t}{Price_{t-1}} \quad (1.2)$$

Где:

- *Return* – доходность акций за период
- *Price* – цена акций в момент времени t и t-1
- *Div* – дивиденд, выплаченный по акции в момент времени t

Использование динамики мультипликаторов зачастую обосновывается их способностью показывать стоимость компании относительно показателей, непосредственно являющихся результатом ее деятельности, к примеру могут быть использованы такие мультипликаторы как: цена акции по отношению к выручке на акцию.

$$Price\ to\ Sales\ ratio_t = \frac{Price_t}{Sales\ per\ share_t} \quad (1.3)$$

Где:

- *Sales per share* – выручка в расчете на 1 акцию компании
- *Price* – цена акций в момент времени t

Рассматривая динамику этого мультипликатора можно получить представления о том, как менялась оценка рынком перспектив компании с точки зрения роста ее выручки, соответственно более высоким значениям соответствуют крайне оптимистичные прогнозы роста выручки компании в будущем, а более низким более пессимистичные (Brealey, Myers 1991).

Однако данный показатель имеет ряд ограничений связанных с тем, что выручка

сама по себе не отражает операционную эффективность бизнеса, для оценки которой необходимо учитывать те затраты, которые компания несет для поддержания или увеличения объема выручки, что отражается в относительных показателях рентабельности продаж. Одновременно с этим продажи в абсолютном выражении крайне сильно варьируются в зависимости от компании, что также не позволяет делать однозначных выводов о ее результативности основываясь исключительно на этом показателе (Brealey, Myers 1991).

Цена акции по отношению к денежному потоку на акцию:

$$Price\ to\ Cash\ flow\ ratio_t = \frac{Price_t}{Cash\ flow\ per\ share_t} \quad (1.4)$$

Где:

- *Cash flow per share* – денежный поток в расчете на одну акцию
- *Price* – цена акций в момент времени t

Использование этого показателя обосновывается некоторыми преимуществами, которыми он обладает по сравнению с альтернативными мультипликаторами – показатели операционного денежного потока или свободного денежного потока сложнее поддаются манипулированию, в сравнении с выручкой или прибылью (Pinto et al., 2010). Также следует отдельно отметить их устойчивость к кратковременным шокам, возникающим в отдельных индустриях, что позволяет с большей точностью сравнивать компании между собой на основе этих показателей (Pinto et al., 2010).

Рыночная стоимость активов по отношению к стоимости их замещения или показатель Tobin's Q:

$$Tobin's\ Q_t = \frac{MVE_t + BVD_t}{BVA_t} \quad (1.5)$$

Где:

- *MVE* – рыночная стоимость собственного капитала
- *BVD* – балансовая стоимость долговых обязательств
- *BVA* – стоимость замещения активов

Компании для которых значение этого показателя превышает единицу оцениваются инвесторами в качестве перспективных и способных создавать ценность на имеющиеся у нее активы. Компании для которых значение меньше единицы по мнению инвесторов не способны создавать дополнительную ценность, что отражается в ценах их акций. Зачастую на практике стоимость замещения активов трудно поддается оценке, именно поэтому используется прокси-переменная равная балансовой стоимости активов.

В качестве бухгалтерских показателей зачастую используются рентабельность собственного капитала:

$$\text{Return on Equity}_t = \frac{NI_t}{BVE_{t-1}} \quad (1.6)$$

Где:

- $NI$  – чистая прибыль компании
- $BVE$  – балансовая стоимость собственного капитала

Данный показатель несмотря на его частое применение, имеет ряд ограничений: невозможность расчета рентабельности собственного капитала для компаний с отрицательным собственным капиталом, возможность компаний в области манипуляций своей чистой прибылью. Также чистая прибыль включает в себя процентный доход на денежные средства, которыми компания обладает, а сами денежные средства входят в балансовую стоимость собственного капитала. Денежные средства это актив с наименьшим риском, следовательно доходность на них также будет минимальной, что будет негативно сказываться на показателях рентабельности собственного капитала компаний с большим объемом денежных средств (Damodaran, 2007).

В этом случае для оценки рентабельности капитала инвестированного в операционные активы используется показатель рентабельности собственного капитала за вычетом доходности денежных активов:

$$\begin{aligned} \text{Non – cash Return on Equity}_t \\ = \frac{NI_t - \text{Interest Income from Cash}_t * (1 - \text{tax rate})}{BVE_{t-1} - \text{Cash}_{t-1}} \end{aligned} \quad (1.7)$$

Где:

- $NI$  – чистая прибыль компании
- $BVE$  – балансовая стоимость собственного капитала
- $Cash$  – денежные средства на балансе компании
- $\text{Interest Income from Cash}$  – процентный доход на денежные средства компании

Для оценки рентабельности всех активов компании используется следующий показатель:

$$\text{Return on Assets}_t = \frac{\text{Operating Income}_t * (1 - \text{tax rate})}{\text{Book Value of Total Assets}_{t-1}} \quad (1.8)$$

Где:

- $\text{Operating Income}$  – операционная прибыль компании
- $\text{Book Value of Total Assets}$  – балансовая стоимость всех активов компании

Основным ограничением этого показателя является невозможность сравнения его со стоимостью капитала для компании, из-за того что расчет стоимости капитала осуществляется на основе стоимости долгосрочного долга и собственного капитала инвестированных в активы компании, в то время как балансовая стоимость всех активов включает в себя как краткосрочные обязательства, так и прочие непроцентные обязательства (Damodaran, 2007).

Отдельным подходом к оценке эффективности операционной деятельности компании является расчет метрик связанных с доходностью денежных потоков, рассчитанной через отношение денежных потоков к инвестированному капиталу. В рамках данного подхода компания рассматривается как совокупность инвестиционных проектов, основной задачей реализации которых становится создание стабильных положительных денежных потоков (Brealey, Myers 1991):

$$Cash\ ROIC_t = \frac{Operating\ Income_t * (1 - tax\ rate) + D\ \&\ A}{Gross\ Fixed\ Assets + Non - cash\ WC} \quad (1.9)$$

Где:

- *Operating Income* – операционная прибыль компании
- *D&A* – износ и амортизация
- *Gross Fixed Assets* – чистые долгосрочные активы и накопленная амортизация
- *Non – cash WC* – не денежный рабочий капитал

С целью оценить ценность, которую компания создает для своих акционеров было предложено использование показателя EVA, который учитывает, что ценность возникает, в случае когда компания получает доход превышающий стоимость привлечения капитала. В первоначально предложенном виде расчет этого показателя осуществлялся по следующей форме

$$EVA = NOPAT - WACC * TA \quad (1.10)$$

Где:

- *NOPAT* – чистая операционная прибыль компании после уплаты налогов
- *WACC* – средневзвешенная стоимость привлечения капитала
- *TA* – активы компании

## ГЛАВА 2. ИНВЕСТИЦИОННАЯ ПОЛИТИКА КОМПАНИЙ

### 2.1 Роль инвестиционной политики в управлении компанией

Согласно теории корпоративных финансов основными решениями, которые принимаются на уровне финансового менеджмента компании являются решения об источниках финансирования (решения по финансированию) и инвестиционные решения (решения о выборе инвестиционных проектов). Причем основной целью при принятии инвестиционных решений является создание ценности для акционеров, с помощью вложений привлеченных денежных средств в проекты с положительной приведенной стоимостью NPV (Brealey, Myers 1991). Положительный NPV означает, что компания получает дисконтированный денежный поток доходов превышающий как издержки на привлечение капитала, так и затраченные на реализацию проекта инвестиции. Этот денежный поток может быть постоянным, это значит, что компания является монополистом или обладает существенной рыночной долей, а также временными, в таком случае компания может утратить преимущество в долгосрочной перспективе (Brealey, Myers 1991).

Инвестиционная политика неразрывно связана с корпоративной стратегией компании – основным критерием успешности инвестиций является создание, поддержание или усиление конкурентного преимущества компании, которое принесет ей экономические выгоды. В своем исследовании А. Shapiro (1998) выделяет 5 критериев, согласно которым инвестиции смогут помочь в реализации корпоративной стратегии:

- 1) Успешные инвестиции, осуществленные с целью максимизации экономических выгод от эффекта масштаба с большей вероятностью. Это объясняется тем, что компаниям для достижения устойчивого эффекта масштаба необходимо совершать большие инвестиции в маркетинг, исследования и приобретения активов, что в свою очередь становится барьером для входа конкурентов.
- 2) Инвестиции, которые направлены на активную дифференциацию через создание уникального предложения могут принести пользу в условиях интенсивной конкуренции. Компании в таком случае стремятся либо создать уникальный по своим техническим характеристикам продукт, либо отличаться от конкурентов высоким качеством оказания услуг.
- 3) Инвестиции направленные на снижение себестоимости в сочетании с продуманной стратегией ценообразования, с целью получить существенную рыночную долю, способны принести компании значительные долгосрочные выгоды. В частности,

если компания способна защитить свой подход к снижению издержек, например через оформление патента, это повышает шансы на успех инвестиций.

- 4) Инвестиции направленные на улучшение процессов в области сбыта и дистрибуции повышают общую успешность реализации корпоративной стратегии компании. Прямые инвестиции, совместные предприятия, проекты greenfield и brownfield, позволяют компании выходить на новые рынки, что приводит к усилению ее конкурентной позиции.
- 5) Инвестиции в проекты, которые защищены от конкуренции через механизмы государственного регулирования могут приносить очень высокую доходность, однако реализация таких проектов связана с постоянным риском изменения государственной позиции относительного проекта, вплоть до его полной отмены.

Инвестиционная политика, основной целью которой является создание ценности для акционеров, не ограничивается только формулировкой принципа отбора инвестиционных проектов, некоторые исследователи особенно подчеркивают важность разработки полного цикла контроля процесса инвестиций – планирование, реализация, контроль отклонений и, при необходимости, продуманная система изменений (Hecking, 2002).

После стадии планирования компания начинает обдумывать варианты финансирования проекта. В условиях совершенного рынка структура финансирования не влияет на стоимость привлечения капитала. При росте доли финансирования за счет собственного капитала увеличиваются риски для акционеров и стоимость привлечения акапитала растет. При росте доли заемного финансирования растут риски для поставщиков долга и они увеличивают требуемую премию за риск, следовательно, стоимость привлечения долгового финансирования возрастает (Modigliani, Miller, 1958).

Тем не менее, зачастую компании приходится действовать в рамках несовершенных рынков, что приводит к необходимости выбирать оптимальные по стоимости источники привлечения средств среди доступных для компании (Hecking, 2002).

После того как инвестиции осуществлены компании следует проводить контроль изменений во внешней среде для того, чтобы вовремя адаптировать реализацию проекта к новым условиям. Внедрение системы пост-аудита проекта позволяет контролировать получаемые доходы и расходы, сравнивая их с запланированными на этапе старта (Canada, White 1980).

## 2.2 Гипотеза недостаточных и чрезмерных инвестиций

В условиях несовершенства рынков решения о финансировании и об инвестировании нельзя назвать независимыми. Такие проявления несовершенства как асимметрия информации и агентские издержки могут приводить к тому, что компания будет инвестировать либо недостаточно относительно доступных для нее возможностей, либо будет вкладывать деньги прочие ресурсы в проекты, которые уже не создают ценности, такие инвестиции считаются чрезмерными. Эти процессы обусловлены конфликтами между основными стейкхолдерами, которые возникают в результате наличия асимметрии информации. Основные исследования приведены в Таблице 2.1:

Таблица 2.1 Исследования конфликтов между основными стейкхолдерами

Общая теория	Тип конфликта	Основные исследования	Влияние на инвестиции
Асимметрия информации	Конфликт между акционерами и держателями облигаций	Моральный риск (Myers, 1977)	Недостаточные инвестиции
		Проблема замещения активов (Jensen and Meckling, 1976)	
		Неблагоприятный отбор (Stiglitz and Weiss, 1981)	
	Конфликт между текущими и будущими акционерами	Неблагоприятный отбор (Myers and Majluf, 1984)	
	Конфликт между акционерами и менеджерами	Свободные денежные потоки (Jensen, 1986)	Чрезмерные инвестиции

Учитывая ограниченную ответственность акционеров они заинтересованы в инвестировании в более рискованные проекты, чем те, которые были одобрены при получении долгового финансирования. В случае если рискованный проект принесет большую выгоду ее получают преимущественно акционеры, а если из-за проекта возникнут большие убытки основной ущерб понесут держатели облигаций (Jensen and Meckling,

1976). Эта проблема получила название «замещение активов». Ограничение способности акционеров инвестировать в рискованные проекты возникает за счет высокой ставки привлечения долга, снижения кредитного рейтинга компании или ограничений, вносимых в условия предоставления заемных средств. Таким образом, проблема замещения активов может привести к отказу акционеров от рискованных проектов и, следовательно, недостаточным инвестициям. (Morgado, Pindado 2003)

Конфликт между акционерами и держателями облигаций также ведет к возникновению проблемы недостаточных инвестиций в следствии морального риска. Учитывая приоритетность заемщиков в случае банкротства, акционеры могут оказаться в ситуации потери значительной части создаваемой проектом ценности. В таком случае, акционерам выгодно отвергать проекты с положительным NPV всегда, когда он ниже чем объем долга, привлеченный для его финансирования (Myers, 1977). Держатели облигаций могут применять такие инструменты как кредитные ковенанты, ограничение длительности займа, больший контроль за процессом принятия проектов.

Проблему недостаточных инвестиций также может вызывать неблагоприятный отбор. В условиях конфликта между акционерами и держателями облигаций эта проблема возникает из-за премии, которую требуют кредиторы из-за того, что они не обладают достаточной информацией, чтобы судить о качестве различных инвестиционных проектов, которые реализует фирма (Stiglitz and Weiss, 1981). Это ведет к тому, что в случае, когда затраты на реализацию проектов с положительным NPV выше чем доступные компании в текущий момент средства, она может отказываться от этих проектов, чтобы не привлекать заемное финансирование по невыгодной стоимости.

Конфликт между текущими и будущими акционерами также может привести к отказу от инвестиционных проектов с положительным NPV из-за неблагоприятного отбора. В результате наличия асимметрии информации о инвестиционных проектах, которые компания собирается осуществлять, и активах, которыми компания обладает и может обладать после совершения инвестиций, будущие акционеры требуют премию за риск, что ведет к повышению стоимости привлечения собственного капитала для нынешних акционеров. В таком случае, нынешние акционеры могут потерять больше при условии реализации проекта, чем при отказе от него (Myers and Majluf, 1984).

Чрезмерные инвестиции могут возникать в условиях конфликта между менеджерами и акционерами, при условии асимметрии информации между ними и учитывая то, что механизмы контроля могут быть недостаточно эффективны. В таких условиях, менеджеры могут использовать свободные денежные потоки фирмы для того

чтобы реализовывать проекты с отрицательным NPV, удовлетворяющие их личные интересы (Jensen, 1986). Свободный денежный поток, в данном случае, не возвращается акционерам в качестве дивидендов, а используется в интересах менеджеров. Более того, менеджеры могут иметь стимул совершать чрезмерные инвестиции из-за финансовых и нефинансовых выгод связанных с большим размером фирмы (Jensen, 1986; Stulz, 1990).

### **2.3 Конфликт между контролирующим акционером и миноритариями**

Значительные агентские издержки несет в себе конфликт между контролирующим акционером и миноритариями. В большинстве публично торгующихся так или иначе можно обнаружить контролирующего акционера, который либо владеет наибольшей долей капитала и, в случае системы 1 акция 1 голос, наибольшим числом голосов, либо, в случае разделения акций на два типа, наибольшим числом голосов за счет владения наибольшим количеством акций с наибольшими правами голоса.

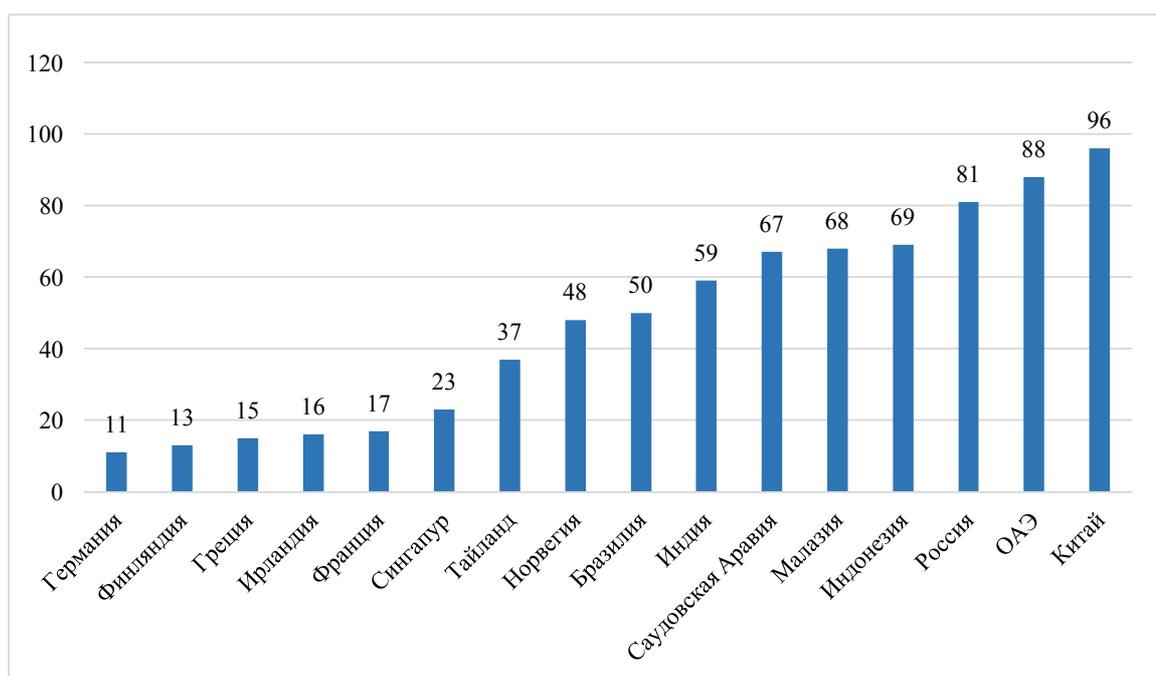
Исследования показывают, что ущемление миноритарных акционеров за счет использования частных выгод контроля контролирующим акционером, является одной из основных причин возникновения агентских конфликтов в большинстве стран (Shleifer, Vishny, 1997; La Porta et al., 1998). В основе большинства моделей инвестиционных решений, принимаемых в компании имеющей контролирующего акционера, лежит предположение о том, что за счет своих значительного количества голосов акционер получает контроль над решениями о финансировании и решениями о принятии инвестиционных проектов, что позволяет ему извлекать частные выгоды контроля (Morellec, 2004). Техники извлечения частных выгод контроля включают в себя чрезмерные заработные платы, трансфертное ценообразование, сделки с заинтересованностью, осуществление найма на работу близких родственников и друзей и т.д. (Barclay, Holderness, 1989).

Согласно результатам исследования (Morellec, 2004), агентский конфликт между контролирующим акционером и миноритариями негативно сказывается на инвестиционной политике компаний, в частности, в случае активного использования частных выгод контроля контролирующим инвестором снижается количество потенциальных возможностей роста и общий объем инвестиций компании (Morellec, 2004). Исследования азиатского рынка подтверждают наличие отрицательной связи между глубиной конфликта между контролирующим акционером и миноритариями, а следовательно возможностями и степенью извлечений частных выгод контроля, и стоимостью фирмы. Значительное отделение прав на денежные потоки от прав на контроль ведет к усилению данного

конфликта и повышает вероятность реализации в компании неэффективных инвестиционных проектов, которые и становятся причиной негативной результативности компании (Fan and Wong, 2002). В случаях, когда миноритарные акционеры не имеют возможности защищать свои права, контролирующий акционер может совершать чрезмерные инвестиции с целью максимизации своего личного благосостояния (Jenson, 1986).

Важным для рассмотрения случаем конфликта контролирующего акционера и миноритарных акционеров является ситуация, в которой государство выступает в качестве основного собственника компании. Такое распределение контроля часто встречается в российских компаниях и потенциально может оказывать влияние на решения, которые принимаются в компании. Россия находится на третьем месте в мире по доле компаний контролируемых государством в десяти самых крупных компаниях, первое место принадлежит Китаю:

**Рисунок 2.1** Доля компаний контролируемых государством в десяти самых крупных компаниях



(составлено по Kowalski et al., 2013)

Значительный объем исследований посвящен тематике низкой результативности компаний с контролирующей долей государства в капитале. В актуальных исследованиях по данному вопросу рассматривается три основных теоретических направления, с помощью которых ученые предпринимают попытку найти объяснение упомянутому выше феномену – теория агентских отношений (Jensen, 1976; Kim and Chung, 2008), теория

общественного выбора (Niskanen, 1971; Tullock, 1976) и теория прав собственности (Alchian and Demsetz, 1973).

Теория агентских отношений утверждает, что менеджеры в большей степени стремятся максимизировать свое благосостояние по сравнению с их стремлениями к максимизации благосостояния акционеров их компаний (Kim and Chung, 2008). Тем не менее в частных компаниях существуют различные механизмы контроля такого недобросовестного поведения: стимулирование менеджеров через бонусы и компенсационные пакеты привязанные к результативности компании, независимость совета директоров, который имеет право отстранить менеджера от занимаемой им должности и т.д.. Исследования показывают, что в компаниях с контролирующим собственником в лице государства эти механизмы часто не работают или работают слишком слабо для осуществления реального контроля над деятельностью менеджеров: компенсации для менеджеров таких компаниях устанавливаются на основе политических соображений, а независимость совета директоров зачастую не вызывает доверия (Peng et al., 2016).

Теория общественного выбора говорит о том, что менеджеры в государственных компаниях стремятся максимизировать свою власть, престиж своего положения и количество ресурсов, которые находятся под их контролем (Niskanen, 1971), в то время как политики, государственные служащие стремятся сохранить свой пост, и волнуются о переизбрании в большей степени, чем о мониторинге действий менеджмента (Peltzman, 1971).

Теория прав собственности рассматривает угрозу потенциального банкротства или поглощения, наряду с возможностью акционеров распоряжаться своей собственностью через продажу принадлежащих им акций на фондовом рынке, как механизм контроля оптимального поведения менеджеров (Bozec et al., 2002). В контексте компаний с контролирующим акционером в виде государства эта теория предполагает, что менеджеры этих компаний не испытывают упомянутых угроз и именно поэтому в меньшей степени мотивированы на максимизацию результативности компании (Alchian, 1965; McCormick and Meiners, 1988). К примеру, если компания не придерживается эффективной бизнес стратегии акционеры могут просигнализировать ей об этом через продажу своих акций, в то время как в компаниях, которыми владеет государство, продажи миноритарными акционерами своих пакетов не смогут оказать значительного эффекта на стоимость компании (Picot and Kaulmann, 1989).

Существует ряд причин низкой результативности государственных компаний, которые упоминаются в отдельных исследованиях: (Kueger, 1990) утверждает, что найм на ключевые должности в таких компаниях осуществляется в меньшей степени на основе профессиональных навыков, и в большей степени на основе личных связей. (Barberis et al., 1996) предполагает, что продвижение по карьерной лестнице в государственных компаниях зависит от взаимоотношений с действующей правящей элитой и не связано с профессиональными компетенциями, которыми обладает менеджер.

Эмпирические исследования указанные в Таблице 2.2 подтверждают наличие описанного выше феномена низкой результативности компаний с контролирующим собственником в лице государства по сравнению с компаниями без государственного участия:

**Таблица 2.2** Исследования результативности компаний с государственным участием (Kim, 2006)

<b>Автор</b>	<b>Страна</b>	<b>Результаты</b>
Boardman and Vining , 1989	США	Низкая результативность государственных компаний
Vining and Boardman , 1992	Канада	Низкая результативность государственных компаний
Pinto et al. , 1993	Польша	Приватизация улучшает результативность
Megginson et al. , 1994	-	Приватизация улучшает результативность
Ehrlich et al. , 1994	-	Низкая результативность государственных компаний
Macquieira and Zurita , 1996	Чили	Приватизация улучшает результативность
Majumdar , 1996	Индия	Смешанные результаты
Kole and Mulherin , 1997	США	Нет отличий в результативности
D'Souza and Megginson , 1999	n/a	Приватизация улучшает результативность
Dewenter and Malatesta , 2000	Мир	Низкая результативность государственных компаний
LaPorta et al. , 2000	Мир	Низкая результативность государственных компаний
Tian , 2000	Мир	Низкая результативность государственных компаний

**Таблица 2.2** Исследования результативности компаний с государственным участием (продолжение)

Wallsten , 2000	Африка и латинская Америка	Смешанные результаты
Laurin and Bozec , 2000	Канада	Приватизация улучшает результативность
Boylaud and Nicoletti , 2000	ОЭСР	Нет разницы в результативности
Boubakri , 1999	Африка	Нет разницы в результативности
D'Souza , 2000	n/a	Приватизация улучшает результативность
Dewenter , 2000	n/a	Приватизация улучшает результативность
Boardman et al. , 2000	Канада	Приватизация улучшает результативность
Magginson , 2001	Мир	Приватизация улучшает результативность
Bozec et al , 2002	n/a	Смешанные результаты
Wei et al. , 2003	Китай	Приватизация улучшает результативность
Dockner et al. , 2005	Австрия	Нет разницы в результативности
Bozec, Dia and Breton, , 2006	Канада	Нет разницы в результативности
Kim , 2007	Корея	Приватизация улучшает результативность

#### **2.4 Основные гипотезы исследования**

Для изучения связи инвестиционной политики, результативности и частных выгод контроля в рамках данного исследования были выдвинуты следующие гипотезы:

На основе анализа возможной связи между результативностью компании и величиной частных выгод контроля выдвигается Гипотеза 1:

Гипотеза 1. Существует отрицательная связь между доходностью акций компании относительно отраслевого индекса и величиной спреда между обыкновенными и привилегированными акциями.

Значение спреда отражает оценку частных выгод контроля от владения обыкновенными акциями, чем больше это значение тем выше вероятность, что денежные потоки компании используются не для создания ценности для миноритарных акционеров, что потенциально отражается на финансовых результатах компании и на доходности ее акций.

Исходя из теоретических исследований, касающихся связи между инвестиционной политикой и результативностью компаний была сформулирована Гипотеза 2:

Гипотеза 2. Существует отрицательная связь между доходностью акций компании относительно отраслевого индекса и величиной недостаточных или чрезмерных инвестиций.

Возможная неэффективность инвестиционной политика компании, которая может отражаться в чрезмерном объеме инвестиций или в их недостаточном количестве относительно возможностей компании предположительно негативно влияет на результативность компании и доходность ее акций относительно конкурентов.

На основе анализа проведенных ранее исследований в которых исследовались переменные, которые потенциально имеют связь с результативностью компании была выдвинута Гипотеза 3:

Гипотеза 3. Существует положительная связь между размером активов компании и доходностью ее акций относительно сектора.

Основное предположение в данном случае заключается в том, что компании имеющие значительные активы являются более стабильными с точки зрения денежных потоков, что находит отражение в превышении доходности ее акций над схожими компаниями.

Исходя из результатов исследований рассматривающих связь операционных показателей компании и оценки ее результативности рынком была сформулирована Гипотеза 4:

Гипотеза 4. Существует положительная связь между значением отношения операционного денежного потока к выручке компании и доходностью ее акций относительно сектора.

Компании, которые получают большие денежные потоки из своей выручки могут обладать преимуществом относительно своих конкурентов с точки зрения операционной эффективности, что возможно будет положительно отражаться на стоимости их акций.

Исходя из результатов исследований рассматривающих связь динамики операционных показателей компании и рыночной оценки ее результатов была сформулирована Гипотеза 5:

Гипотеза 5. Существует отрицательная связь между фактом получения компанией убытка и доходностью ее акций относительно сектора.

Компании, получающие отрицательную чистую прибыль предположительно не создают ценность для акционеров по сравнению с конкурентами, что может найти отражение в падении стоимости ее акций.

В результате анализа исследований посвященных низкой результативности государственных компаний была выдвинута Гипотеза 6:

Гипотеза 6. Существует отрицательная связь между наличием государства в качестве контролирующего акционера и доходностью акций компании относительно сектора.

Государство зачастую оказывается неспособно осуществлять эффективный контроль и мониторинг за деятельностью менеджеров, в то же время доля миноритарных акционеров может оказаться недостаточной для того оказывать влияние на принимаемые в компании решения.

На основе анализа фундаментальных факторов влияющих на динамику акций относительно конкурентов была сформулирована Гипотеза 7:

Гипотеза 7. Существует положительная связь между фактом выплаты компанией дивидендов и доходностью ее акций относительно сектора.

Компании, которые отменяют выплаты дивидендов могут испытывать на себе недовольство со стороны инвесторов и акционеров, что будет выражаться в продаже акций и соответственно их более слабой динамике по сравнению с акциями конкурентов.

### ГЛАВА 3. ЭМПИРИЧЕСКОЕ ИССЛЕДОВАНИЕ

#### 3.1 Модель чрезмерных / недостаточных инвестиций

Для проверки основных гипотез исследования были использованы модели предложенные в исследованиях (Cheng et al.,2019) и (Farooq, 2014).

Оценка степени недостаточности или чрезмерности инвестиций была произведена с помощью изучения значений остатков в следующей регрессионной модели:

$$\begin{aligned} & \text{New Investment}_{i,t} \\ & = \alpha_i + \beta_1 * \text{Market to Book value ratio}_{i,t-1} + \beta_2 * \text{Leverage}_{i,t-1} \\ & + \beta_3 * \text{Cash Flow}_{i,t-1} + \beta_4 * \text{Size}_{i,t-1} + \beta_5 * \text{New Investments}_{i,t-1} \\ & + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (3.1)$$

Где:

- *New Investment* – капитальные вложение компании за вычетом дохода от продажи активов
- *Market to Book value ratio* – отношение рыночной стоимости компании к балансовой стоимости активов
- *Leverage* – отношение долгосрочного долга к собственному капиталу компании
- *Cash Flow* – отношение операционного денежного потока к активам компании
- *Size* – логарифм активов компании

В зависимости от величины и знака разницы между предсказанным моделью значением инвестиций и фактическим значением инвестиций и величиной отношения рыночной стоимости капитала компании к балансовой стоимости активов можно сделать вывод о том как инвестирует компания – чрезмерно, недостаточно или нормально. Основная идея заключается в сопоставлении оценки возможностей для роста компании, выраженной коэффициентом и остатками модели, которые отражают то как компания должна инвестировать относительно имеющихся у нее возможностей. Механизм интерпретации результатов представлен в Таблице 3.1 ниже:

**Таблица 3.1** Определение оптимальности уровня инвестиций

<b>Значение остатков</b>	<b>Величина коэффициента</b>	<b>Инвестиции</b>
Положительные	Больше единицы	Нормальный уровень
Отрицательные	Больше единицы	Недостаточный уровень
Положительные	Меньше единицы	Чрезмерный уровень
Отрицательные	Меньше единицы	Нормальный уровень

Использование именно этой методики оценки результатов обосновывается тем, что согласно исследованиям инвестиции компании в очень редких случаях в точности соответствуют предсказанным значениям. Это объясняется тем, что на решения компании об инвестициях влияет большое количество факторов, количественная оценка которых затруднена. Такими факторами могут стать государственное регулирование, отношения компании с поставщиками и другими ключевыми стейкхолдерами, этап жизненного цикла рынка, на котором работает компания и т.д. (Yang, 2005). Основным предположением предложенной модели выступает использование оценки рынком будущих возможностей роста компании в качестве основного критерия для объема инвестиций, которые должна совершать компания, в качестве прокси-переменной для этой оценки используется показатель Tobin's Q, который для отражения именно рыночной оценки рассчитывается следующим образом:

$$Tobin's Q_{i,t} = \frac{MVE_{i,t} + DEBT_{i,t}}{TA_{i,t}} \quad (3.2)$$

Где:

- *MVE* – рыночная стоимость собственного капитала компании
- *DEBT* – рыночная стоимость долга компании
- *TA* – балансовая стоимость активов компании

В случае когда компания обладает большими возможностями для инвестиций в проекты с положительной приведенной стоимостью, рынок оценивает это через премию к балансовой стоимости ее активов (Aivazian et al, 2005). Одно из возможных ограничений использования этого показателя, также как и других показателей включающих в себя рыночную оценку той или иной переменной, основывается на гипотезе эффективности рынка, оно заключается в том, что цена акций и облигаций компании и все производные от них показатели уже отражают в себе неэффективность существующей инвестиционной политики, однако как отмечает (Richardson, 2006) влияние данного ограничения на дальнейшие вычисления в модели неочевидно и трудно поддается оценке.

Важную роль в данной модели также играет переменная связанная с денежным потоком. Исследования показывают, что объем денежных потоков, которыми обладает компания, влияет на ее предрасположенность к чрезмерным, либо недостаточным инвестициям (Richardson, 2006).

$$Cash\ Flow_{i,t} = \frac{OCF_{i,t}}{TA_{i,t}} \quad (3.3)$$

Где:

- *OCF* – операционный денежный поток компании
- *TA* – балансовая стоимость активов компании

Для расчетов в модели используются отношение операционных денежных потоков к размеру активов компании для устранения проблем связанных с различиями в размере денежных потоков в абсолютном выражении. Гипотеза о связи денежных потоков и инвестиций компании часто анализируется с точки зрения проблемы асимметрии информации между менеджментом и акционерами. К примеру большой объем денежных потоков может стимулировать менеджмент к реализации стратегии «построения империи» (Grossman and Hart, 1982), что ведет к совершению чрезмерных инвестиций (Jensen, 1986). Это связано с тем, что менеджеры извлекают частные выгоды контроля из управления компаниями большего размера (Dyck and Zingales, 2004).

Высокий уровень отношения долга к собственному капиталу может свидетельствовать о наличии рисков банкротства и трудном финансовом положении компании. Компании вынужденные наращивать долговую нагрузку для финансирования своей деятельности возможно будут ограничивать свою инвестиционную деятельность (Fazzari et al., 1988).

$$Leverage_{i,t} = \frac{LT\ DEBT_{i,t}}{EQ_{i,t}} \quad (3.4)$$

Где:

- *LT DEBT* – долгосрочный долг компании
- *EQ* – балансовая стоимость собственного капитала

Размер компании используется для контроля влияния частных выгод контроля извлекаемых менеджерами в рамках теории асимметрии информации и мотивация для включения его в модель схожа с мотивацией включения денежных потоков, за исключением того, что денежные потоки также отражают непосредственно финансовую возможность компании совершать инвестиции. Стоит также отметить, что размер компании может влиять на доступность различных источников финансирования для компании, что потенциально может сказываться на принимаемых внутри ее решениях об инвестициях (Pawlina, Renneboog, 2005). В качестве прокси-переменной для размера компании используется натуральный логарифм ее активов (Wald, 1999).

$$Size_{i,t} = \ln(TA)_{i,t} \quad (3.5)$$

Где:

- $\ln(TA)$  – натуральный логарифм активов

### 3.2 Модель результативности

Для дальнейшей оценки связи инвестиционной политики, результативности и частных выгод контроля была использована следующая модель:

$$\begin{aligned} Performance_{i,t} &= \alpha_i + \beta_1 * Over_{i,t-1} + \beta_2 * VP_{i,t-1} + \beta_3 * CFO\ to\ Sales_{i,t-1} + \beta_4 \\ &* Size_{i,t-1} + \beta_5 * LOSS_{i,t-1} + \beta_6 * Gov_{i,t-1} + \beta_7 * Div_{i,t-1} + \beta_8 \\ &* Under_{i,t-1} + \beta_9 * Norm_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (3.6)$$

Где:

- *Performance* – динамика полной доходности акций относительно полной доходности отраслевого индекса
- *Over* – индикатор чрезмерных инвестиций
- *Under* – индикатор недостаточных инвестиций
- *Norm* – индикатор нормального уровня инвестиций
- *VP* – премия голосующих акций по отношению к акциям без права голоса.
- *CFO to Sales* – отношение операционного денежного потока к
- *LOSS* – факт получения компанией убытка
- *Size* – логарифм активов компании

- *Gov* – факт наличия государства в качестве контролирующего акционера
- *Div* – факт выплаты дивидендов по обыкновенным акциям

В качестве меры отражающей результативность использовалось превышение полной доходности акций компании над полной доходностью отраслевого индекса для этой компании. Использование этого показателя позволяет получить рыночную оценку успешности деятельности компании, которая теоретически может находить отражение в повышенном интересе инвесторов к компании и, следовательно, росте ее капитализации. При этом сравнение с доходность индекса сектора позволяет рассматривать деятельность компании относительно ее конкурентов, логика заключается в том, что доходность акций успешной компании в условиях роста сектора обгоняет доходность конкурентов, а в условиях спада на рынке снижается меньшими темпами.

$$Performance_{i,t} = Stock\ total\ return_{i,t} - Sectoral\ index\ total\ return_{i,t} \quad (3.7)$$

Где:

- *Stock total return* – полная доходность акции (с учетом изменения цены и дивидендов)
- *Sectoral index total return* – полная доходность индекса (с учетом изменения цен акций и выплаченных дивидендов на акции)

Многочисленные исследования посвящены анализу связи частных выгод контроля и стоимости фирмы (Roger, Schatt, 2016; Hoi, Robin, 2010; Pawlina, 2005; Masulis et al., 2009), и наиболее частным эмпирическим результатом в них является негативное влияние частных выгод контроля на стоимость фирмы, что позволяет предположить наличие отрицательной связи между полной доходностью акций (как одной из компонент расчета стоимости фирмы) по сравнению с определенным бенчмарком и премией за право голоса, рассчитанной через премию в цене обыкновенных акций по отношению к привилегированным. Стоит отметить, что в более ранних исследованиях посвященных данной тематике именно эта зависимая переменная не использовалась, что представляет собой особый интерес с точки зрения разнообразия в подходах к оценке результативности компаний и сопоставлении «рыночной» оценки результатов ее деятельности с «рыночной» оценкой частных выгод контроля внутри фирмы.

В модель также включается оценка степени недостаточных/чрезмерных инвестиций, полученная путем анализа остатков модели инвестиций и сопоставлением их с Tobin's Q компаний, результаты этого анализа представлены в виде трех бинарных переменных. Предполагается, что неоптимальная инвестиционная политика негативно сказывается как на стоимости компании в абсолютном выражении, так и на ее стоимости относительно

конкурентов, это объясняется возможным снижением ценности будущих денежных потоков, которые могла бы получать компании в случае оптимальных инвестиций (McConnell, 1985).

$$Over_{i,t} \quad (3.8)$$

Где:

- $Over_{i,t} = 1$ , для компаний у которых Tobin's Q меньше 1 и остатки из первой модели больше 0
- $Over_{i,t} = 0$ , во всех остальных случаях

$$Under_{i,t} \quad (3.9)$$

Где:

- $Under_{i,t} = 1$ , для компаний у которых Tobin's Q больше 1 и остатки из первой модели меньше 0
- $Under_{i,t} = 0$ , во всех остальных случаях

$$Norm_{i,t} \quad (3.10)$$

Где:

- $Norm_{i,t} = 1$ , для компаний у которых Tobin's Q больше 1 и остатки из первой модели больше 0; или Tobin's Q меньше 1 и остатки из первой модели меньше 0
- $Norm_{i,t} = 0$ , во всех остальных случаях

Для анализа того как особенности отношений между различными группами стейкхолдеров (текущие/потенциальные акционеры, мажоритарные/миноритарные акционеры, менеджеры), связанные с наличием у компании двух типов акций влияют на ее результативность используется величина премии за контроль. Для ее количественной оценки используется спред между обыкновенными и привилегированными акциями.

$$VP_{i,t} = \frac{Price\ csh_{i,t} - Price\ prsh_{i,t}}{Price\ prsh_{i,t}} \quad (3.11)$$

Где:

- $Price\ csh$  – среднегодовая цена обыкновенных акций
- $Price\ prsh$  – среднегодовая цена привилегированных акций

Чем ниже значения премии за контроль тем в меньшей степени в компании происходит извлечение частных выгод контроля владельцами голосующих акций и ущемление прав владельцев привилегированных акций. Ряд исследователей связывает

низкие значения премии за контроль с лучшими операционными показателями и ростом стоимости компании (Gompers et al., 2003; Klapper and Love, 2004).

Для учета влияния успешности операционной деятельности на доходность акций относительно конкурентов в модель также включается отношение операционного денежного потока к выручке. Оно отражает финансовую устойчивость компании, ее способность направлять денежные средства в доступные инвестиционные проекты и финансировать увеличение объемов операционной деятельности (Hertenstein and McKinnon, 1997).

$$CFO\ to\ Sales_{i,t} = \frac{CFO_{i,t}}{Sales_{i,t}} \quad (3.12)$$

Где:

- *CFO* – операционный денежный поток
- *Sales* – выручка компании

Дополнительной переменной призванной контролировать влияние успешности ведения бизнеса компанией является бинарная переменная, которая отражает факт получения компанией отрицательной чистой прибыли в наблюдаемом году. Отрицательная чистая прибыль может служить индикатором проблем в деятельности компании, а также влиять на интерес инвесторов к акциям компании и, следовательно, отражаться на их доходности (Shabani et al., 2013).

$$Loss_{i,t} \quad (3.13)$$

Где:

- $Loss_{i,t} = 1$ , для компаний с отрицательной чистой прибылью
- $Loss_{i,t} = 0$ , для компаний с положительной чистой прибылью

Переменной, с помощью которой осуществляется контроль за влиянием структуры капитала, является бинарная переменная, которая принимает положительные значения в случаях, когда государство выступает в качестве контролирующего акционера компании.

$$Gov_{i,t} \quad (3.14)$$

Где:

- $Gov_{i,t} = 1$ , для компаний с государством в качестве контролирующего акционера
- $Gov_{i,t} = 0$ , для компаний, в которых государство не имеет контрольного пакета акций

За учет возможного влияния факта выплаты дивидендов на доходность акций компании отвечает бинарная переменная, которая принимает положительные значения в случае если компания выплачивает дивиденды на обыкновенные акции в наблюдаемый год.

$$Div_{i,t} \quad (3.15)$$

Где:

- $Div_{i,t} = 1$ , для компаний выплачивающих дивиденды на обыкновенные акции в наблюдаемый год
- $Div_{i,t} = 0$ , для компаний, в которых государство не имеет контрольного пакета акций

Таблица 3.2 ниже представляет собой анализ результатов эмпирических исследований и ожидаемые знаки у независимых переменных в регрессионной модели:

**Таблица 3.2** Ожидаемые знаки независимых переменных

Независимая переменная	Ожидаемый знак	Исследования
<i>Over</i>	–	(Richardson, 2006 ; Farooq, 2014)
<i>Under</i>	–	Richardson, 2006 ; Farooq, 2014)
<i>Norm</i>	+	Richardson, 2006 ; Farooq, 2014)
<i>VP</i>	–	(Gompers et al., 2003; Klapper and Love, 2004)
<i>CFO to Sales</i>	+	(Hertenstein and McKinnon, 1997)
<i>Loss</i>	–	(Shabani et al., 2013)
<i>Size</i>	+	(Cheng et al.,2019)
<i>Gov</i>	–	(Kim, 2006)
<i>Div</i>	+	(Cheng et al.,2019)

### 3.3 Описание выборки

Для проведения дальнейшего исследования были собраны данные о российских компаниях имеющих в обращении два типа акций. Одним из важнейших показателей в предложенной модели являются частные выгоды контроля, оцененные через величину премии за контроль. В соответствии с целью исследования основным критерием для дальнейшего отбора было наличие данных о ценах как обыкновенных, так и привилегированных акций за период с 2014 по 2018 год, для расчета величины премии за контроль в каждой из компаний.

На первом этапе названия и биржевые идентификаторы торгуемых компаниях с двумя типами акций были собраны с помощью сайта Московской биржи и списка эмитентов, акции которых котируются на этой бирже. Первоначальная выборка включала в себя 52 компании, данные о которых были использованы для получения цен обыкновенных и привилегированных акций, операционных и финансовых показателей с помощью базы данных Thomson Reuters Eikon, что представлено в Таблице 3.3. После получения данных о полной доходности акций компаний с помощью сайта Московской биржи были получены данные о полной доходности соответствующих им индексов секторов и индексе Московской биржи в целом, в случае если компанию невозможно было отнести к тому или иному сектору. Итоговые данные включали в себя следующие показатели в период с 2014 по 2018 г.:

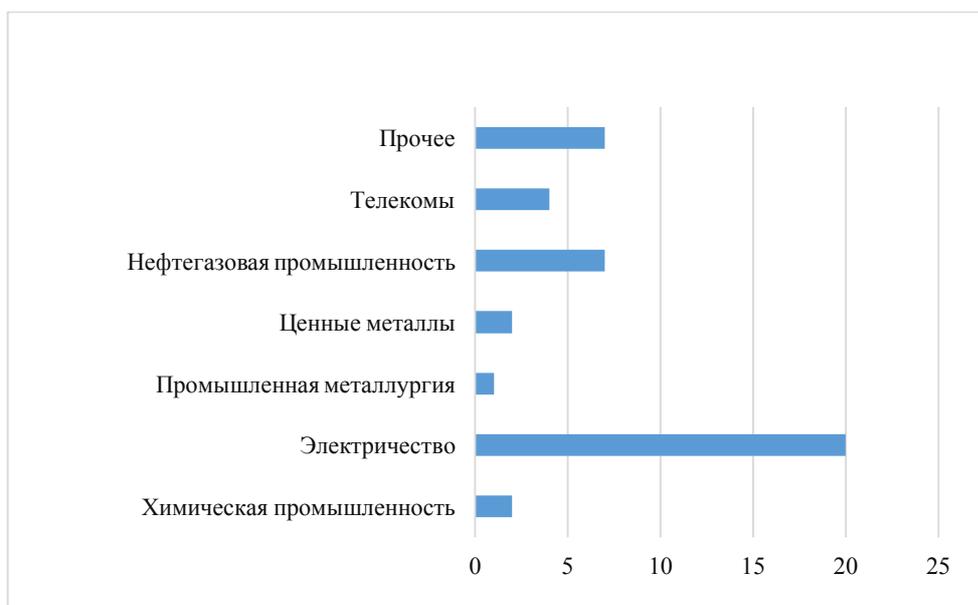
**Таблица 3.3** Источники статистических данных

<b>Показатель</b>	<b>Источник</b>
Среднегодовые цены обыкновенных акций	Thomson Reuters Eikon
Среднегодовые цены привилег. акций	Thomson Reuters Eikon
Индекс полной доходности компании	Thomson Reuters Eikon
Индекс полной доходности сектора	Сайт Московской биржи
Операционный денежный поток	Thomson Reuters Eikon / Годовые отчеты
Выручка компании	Thomson Reuters Eikon / Годовые отчеты
Чистая прибыль компании	Thomson Reuters Eikon / Годовые отчеты
Активы компании	Thomson Reuters Eikon / Годовые отчеты
Сектор компании	Thomson Reuters Eikon / СПАРК
Рыночная стоимость собственного капитала	Thomson Reuters Eikon
Рыночная стоимость долга	Thomson Reuters Eikon
Капитальные вложения	Thomson Reuters Eikon / Годовые отчеты

Изначальная выборка была очищена от компаний финансового сектора, компаний с пропущенными данными о цене акций, компаний, которые провели процедуру делистинга в период с 2014 по 2018, компаний имеющих только один тип акций в обращении. Подробный список компаний представлен в приложении 1.

Конечная выборка включала в себя 43 компании которые распределились по секторам следующим образом Рисунок 3.1:

**Рисунок 3.1** Распределение компаний по секторам в выборке



Наибольшую долю – 47% составляют компании отнесенные к сектору электричества, на втором месте – 16% стоят компании занятые в отрасли нефтегазовой промышленности, по 5% занимают компании занимающиеся химической промышленностью и ценными металлами, меньше всего в выборке компаний занимающихся промышленной металлургией. В категорию «прочее» попали компании, которые занимаются машиностроением, транспортными перевозками, недвижимостью и т.д.. Для всех компаний кроме тех, кто попал в категорию «прочее» был найден соответствующий им секторальный индекс, каждый из них представлен в Таблице 3.4:

**Таблица 3.4** Индексы секторов

Сектор	Индекс
Нефтегазовый	MOEX Oil & Gas Total Return Index
Электричество	MOEX Electric Utilities Total Return Index
Телекомы	MOEX Telecommunication Total Return
Химическая промышленность	MOEX Chemicals Total Return Index
Промышленная металлургия	MOEX Metals and Mining Total Return Index
Драгоценные металлы	MOEX Metals and Mining Total Return Index

### 3.4 Описательная статистика и регрессионный анализ

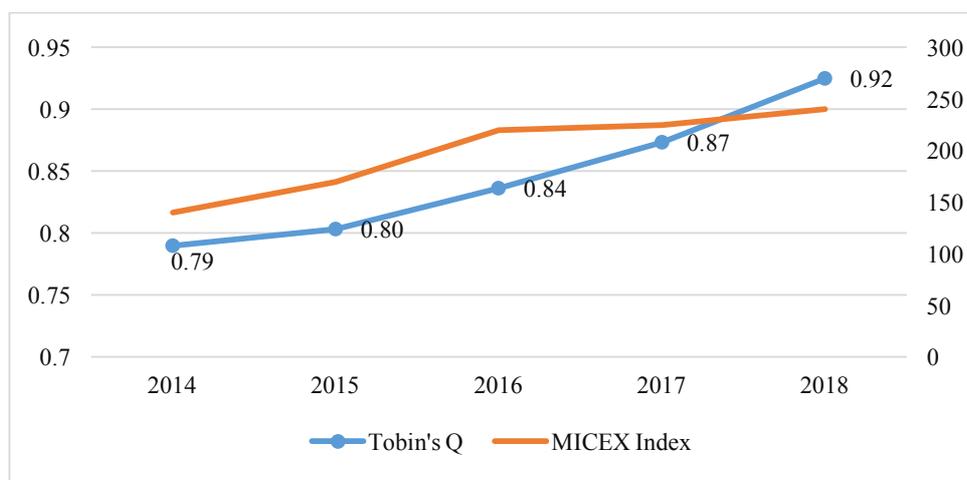
Для анализа первой модели была собрана описательная статистика по переменным, которые будут включены в данную модель. Эта статистика представлена в Таблице 3.5:

Таблица 3.5 Описательная статистика

Переменная	Среднее значение	Стандартное отклонение	Минимум	Максимум
<i>New investments</i>	0.057	0.0515	0.0037	0.2279
<i>Leverage</i>	1.376808	0.442252	0.09099	5.2
<i>Cash Flow</i>	0.0747	0.10043	-0.3519	0.4007
<i>Market to book</i>	0.8669	0.784	0.09	4
<i>Size</i>	16.91543	2.120772	11.1251	22.323

Согласно описательной статистике, среднее значение Tobin's Q, рассчитанного как отношение рыночной стоимости компании к балансовой стоимости активов, для собранной выборки составляет 0.86, что означает, что рынок оценивает перспективы роста компаний как низкие. Данное значение согласуется с результатами полученными в схожем исследовании, в нем среднее значение Tobin's Q составило 0.82 (Irina, Verezinets, Cherkasskaya, 2013). Наибольшее значение наблюдается для таких компаний как «Славнефть», «Ростелеком», «ГАЗ», «Мечел», «Башнефть», «Центральный Телеграф», «Варьеганнефтегаз», в то время как наименьшее для «ТГК-2», «ТНС Энерго», «Роллман», «Ленэнерго», «Волгоградэнергосбыт», «Якутскэнерго».

Рисунок 3.2 Динамика среднего показателя Tobin's Q



Динамика среднего значения Tobin's Q по годам, представленная на Рисунке 3.2, в целом совпадает с динамикой индекса Московской биржи в период с 2014 года.

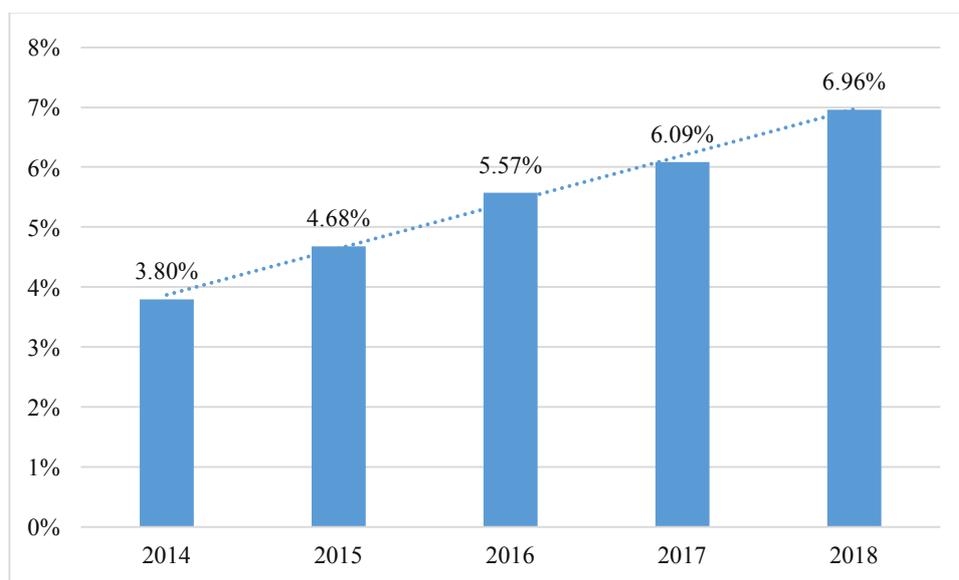
Операционный денежный поток составляет в среднем 7% от активов, с максимумом в 40% и минимум в -35%.

Средняя величина логарифма активов компании составляет 16.91, с максимумом в 22.13 и минимумом в 11.12.

Среднее значение уровня долговой нагрузки составляет 137%, максимум равен 520%, этот «рекорд» принадлежит компании «ГНС Энерго Ростов-на-Дону», у которой в 2018 году объем долгосрочных обязательств превосходил собственный капитал в 5 раз.

Как следует из Рисунка 3.3. – наблюдаемые компании ежегодно инвестируют суммы в среднем равные 5.7% от своих активов, с минимумом в 0.37% и максимумом в 22.79%. Динамика доли инвестиций по годам в целом повторяет динамику Tobin's Q и индекса Московской биржи. Таким образом, можно предположить, что переменная Tobin's Q будет иметь предсказательную силу при прогнозе значений инвестиций в будущей модели.

**Рисунок 3.3** Динамика новых инвестиций в проценте от всех активов



Результаты корреляционного анализа представлены в Таблице 3.6 ниже:

**Таблица 3.6** Корреляционный анализ

	Cash Flow	Size	Market to book	Leverage	New investments
Cash Flow	1				
Size	0.25*	1			
Market to book	0.35*	0.04	1		
Leverage	-0.4561*	-0.2299*	-0.3115*	1	

**Таблица 3.6** Корреляционный анализ (продолжение)

<b>New investments</b>	0.4143*	0.2*	0.555*	-0.4755*	1
Примечание: * – означает значимость коэффициента на 1% уровне значимости					

Из таблицы можно предположить наличие линейной зависимости между такими переменными как объем инвестиций и Tobin's Q (коэффициент корреляции равен 0.55), коэффициентом левеиджа и операционным денежным потоком (коэффициент корреляции равен -0.45), а также между коэффициентом левеиджа и уровнем инвестиций. Полученные коэффициенты корреляции свидетельствуют о возможности наличия автокорреляции в будущей регрессионной модели и необходимости проведения дополнительных тестов.

Результаты регрессионного анализа представлены ниже в Таблице 3.7:

**Таблица 3.7** Регрессионный анализ

<b>Переменная</b>	<b>Модель сквозной регрессии</b>	<b>Модель с фиксированными эффектами</b>	<b>Модель со случайными эффектами</b>
Lag Cash Flow	.0882933 (0.01)***	.0382248 (0.012)*	.0228174 (0.035)
Lag Size	.0043997 (0.002)**	.0444901 (0.01)***	.0002075 (0.004)
Lag Market to book	.0260956 (0.015)***	.0300106 (0.0113)***	.0099655 (0.002)***
Lag Leverage	-.0088123 (0.003)**	-.0025466 (0.0025)	-.0036734 (0.001)**
Lag New investments	0.019 (0.0092)	.2038737 (0.089)**	.7763011 (0.17)***
<b>Prob &gt; F</b>	0.000	0.0000	0.0000
<b>R-squared</b>	46.21%	35.14%	15.73%
<b>Количество наблюдений</b>	165	165	165
<b>Тест Вальда: P &gt; F</b>		0.0000	
<b>Тест Хаусмана: P &gt; chi2</b>			0.000
<b>Тест Бреуша-Пагана: P &gt; chi2</b>			0.2037
<b>Модифицированный тест Вальда на гетероскедастичность: P &gt; chi2</b>		0.052	

Таблица 3.7 Регрессионный анализ (продолжение)

Тест Вулдриджа на автокорреляцию ошибок: $P > F$		0.054	
Примечание: *, **, *** – означает значимость коэффициента на 10%, 5%, 1% уровне значимости соответственно			

Для выбора конечного вида модели были проведены дополнительные тесты с целью установить наиболее подходящий вид регрессионной модели:

- 1) Тест Вальда для выбора между моделью сквозной регрессии и моделью с фиксированными эффектами ( $\text{Prob} > F = 0.000$ ) показал, что модель с фиксированными эффектами является более предпочтительной.
- 2) Тест Бреуша-Пагана для выбора между моделью сквозной регрессии и моделью со случайными эффектами ( $P > \chi^2 = 0.2037$ ) показал, что модель сквозной регрессии является более предпочтительной.
- 3) Тест Хаусмана для выбора между моделью со случайными эффектами и моделью с фиксированными эффектами ( $\text{Prob} > \chi^2 = 0.000$ ) показал, что модель с фиксированными эффектами является более предпочтительной по сравнению с моделью со случайными эффектами.

Итак, по результатам трех тестов была выбрана модель со случайными эффектами. Это означает, что каждая из компаний обладает своими индивидуальными особенностями неизменяющимися во времени. Анализируя коэффициент  $R^2$  данной модели можно отметить, что 35.14% дисперсии зависимой переменной объясняется изменениями в независимых переменных. Стоит дополнительно отметить что согласно с моделью предложенной в исследовании (Richardson, 2006) все независимые переменные взяты с лагом по отношению к зависимой, что уменьшает количество первоначальных наблюдений на 1 год.

В данном случае интерпретация коэффициентов не обязательна, так как в данной модели важна ее значимость и качество, именно для этого были проведены:

- 1) Модифицированный тест Вальда на наличие гетероскедастичности ( $\text{Prob} > \chi^2 = 0.052$ ), который показал, что в модели отсутствует гетероскедастичность.
- 2) Тест Вулдриджа на наличие автокорреляции ( $\text{Prob} > F = 0.054$ ), что говорит об отсутствии автокорреляции остатков.

Таким образом, использование остатков этой модели возможно для построения второй регрессионной модели оценивающей зависимость превышения доходности акций компании над доходностью рынка.

### Описательная статистика и регрессионный анализ для второй модели

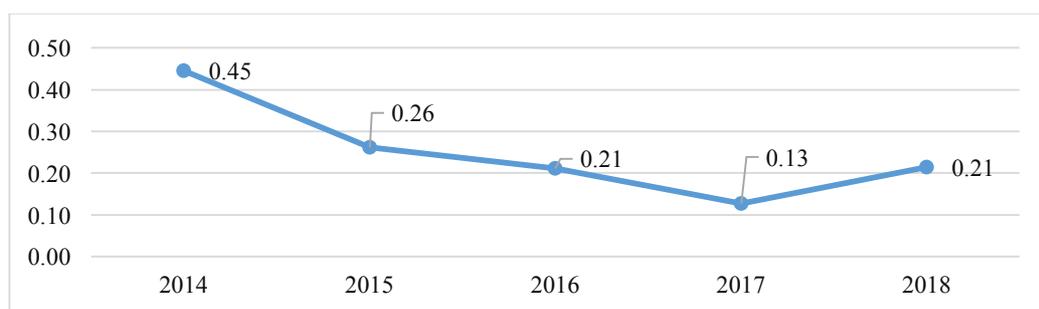
Для анализа второй модели также была собрана описательная статистика по переменным, которые будут включены в данную модель, она представлена в Таблице 3.8:

Таблица 3.8 Описательная статистика [2]

Переменная	Среднее значение	Стандартное отклонение	Минимум	Максимум
<i>RelativeTR</i>	0.111	0.55	-1.007	1.858
<i>Over</i>	.4545	0.49	0	1
<i>Under</i>	.1855	0.28	0	1
<i>Norm</i>	.36	0.48	0	1
<i>VP</i>	0.21	0.59	-0.94	4.645
<i>CFO to Sales</i>	0.1525	0.2003	-0.64	0.88
<i>Loss</i>	0.5131	-.465	0	1
<i>Gov</i>	0.42	0.49	0	1
<i>Size</i>	16.91543	2.120772	11.1251	22.323
<i>Div</i>	0.06	0.25	0	1

Доходность акций компаний в выборке в среднем превосходила доходность соответствующего им секторального индекса на 11%. Компании отклонялись от оптимального объема инвестиций в среднем на 6% от суммы их общих активов. 31% всех наблюдений чистой прибыли является положительным. Размер премии за контроль составляет в среднем 21%, ее динамика по годам изображена на Рисунке 3.4 ниже:

Рисунок 3.4 Динамика средней премии за контроль



На графике заметно снижение средней величины премии за контроль в период с 2014 по 2017 год. Полученные значения согласуются со значениями полученными при исследовании других развивающихся рынков – Бразилии и Южной Африки (Benos, Weisbach, 2004), где средняя величина премии за контроль составила в среднем 25.3% и 7.6% соответственно.

Ниже, в Таблице 3.9, представлена описательная статистика для премии за контроль в контексте различных секторов:

**Таблица 3.9** Описательная статистика [2] по секторам

Сектор	Среднее значение	Стандартное отклонение	Минимум	Максимум
Химическая промышленность	0.5198118	0.3714255	0.1	0.9709443
Электричество	0.0714104	0.3805145	-0.6666667	1.994924
Промышленная металлургия	0.2473397	0.3288437	-0.1739781	0.6235526
Нефтегазовый сектор	0.1759137	0.3148184	-0.36	0.8043478
Драгоценные металлы	0.4995917	1.000582	-0.755102	1.651007
Телекомы	0.1883331	0.1717985	-0.0819367	0.4496454
Прочее	0.4260902	1.034183	-0.9413502	4.645933

Сектор химической промышленности обладает наибольшим средним значением равным 0.51, но стоит отметить, что к этому сектору относятся всего 2 компании из выборки, наименьшее значение 0.07 наблюдается в секторе Электричества, который представлен наибольшим числом компаний.

Результаты корреляционного анализа представлены в Таблице 3.10 ниже :

**Таблица 3.10** Корреляционный анализ

	TR	Over	Under	Norm	VP	CFO to Sales	Loss	Size	Gov	Div
TR	1									

**Таблица 3.10** Корреляционный анализ (продолжение)

<b>Over</b>	-0.06*	1								
<b>Under</b>	-0.03	-0.27	1							
<b>Norm</b>	0.03*	-0.73	-0.26	1						
<b>VP</b>	-0.23*	0.0878*	0.032	-0.152	1					
<b>CFO to Sales</b>	0.026*	-0.027	-0.18	0.176	-0.188	1				
<b>Loss</b>	-0.03*	-0.0157	0.063	0.0336*	0.1354	-0.2345	1			
<b>Size</b>	0.09*	0.0265*	0.013	0.0155	-0.183	0.2661	-0.023	1		
<b>Gov</b>	-0.047*	0.1515	-0.056	-0.105	0.2245	0.1054	-0.149	-0.014	1	
<b>Div</b>	0.059*	-0.0702	-0.030	0.22	0.0848	0.2284	-0.059	0.226	0.079	1
Примечание: * – означает значимость коэффициента на 1% уровне значимости										

Анализируя полученные коэффициенты корреляции можно отметить отсутствие значительных линейных зависимостей между независимыми переменными, что позволит в дальнейшем получить более надежные результаты после проведения регрессионного анализа.

Отдельным вопросом для дальнейших исследований может стать связь величины премии за контроль и инвестиционной политики. В данном случае низкое значение коэффициента корреляции не позволяет говорить о наличии существенной положительной связи, но с теоретической точки зрения можно предположить возможность увеличения неэффективности инвестиций при росте премии за право голоса. Некоторые исследования (Cheng et al., 2019; Filatotchev 2006) указывают на наличие такой связи и подробно исследуют влияние наличия двух типов акций у компании на оптимальность ее инвестиционной политики, через сравнение величины остатков в модели инвестиционной политики компаний с одним и с двумя типами акций.

Результаты регрессионного анализа представлены в Таблице 3.11; в Приложении 2 представлены результаты с использованием показателя ROE в качестве зависимой переменной:

Таблица 3.11 Регрессионный анализ [2]

Переменная	Модель сквозной регрессии	Модель с фиксированными эффектами	Модель со случайными эффектами
Over	-0.09572 (0.07)	-0.12394 (0.047)*	-0.07058 (0.021)*
Under	-0.04124 (0.022)*	-0.08123 (0.031)*	-0.06579 (0.031)*
Norm	-	-	-
VP	-0.12 (0.073)***	-0.23 (0.13)***	-0.1214 (0.011)***
CFO to Sales	-0.19 (0.14)	-0.0706 (0.02)	-0.19 (0.02)
Loss	-0.121 (0.11)	-0.165 (0.078)**	-0.112 (0.042)*
Size	0.031 (0.021)	0.103 (0.05)**	0.029 (0.009)*
Div	0.01 (0.032)	0.05 (0.027)	0.02 (0.018)
Gov	-0.1657 (0.09)*	-0.035 (0.014)**	-0.093 (0.037)*
<b>Prob &gt; F</b>	0.000	0.000	0.000
<b>R-squared</b>	14.34%	30.48%	20.31%
<b>Количество наблюдений</b>	165	165	165
<b>Тест Вальда: P &gt; F</b>		0.0395	
<b>Тест Хаусмана: P &gt; chi2</b>			0.000
<b>Тест Бреуша-Пагана: P &gt; chi2</b>			0.301
<b>Модифицированный тест Вальда на гетероскедастичность: P &gt; chi2</b>		0.051	
<b>Тест Вулдриджа на автокорреляцию ошибок: P &gt; F</b>		0.4331	
Примечание: *, **, *** – означает значимость коэффициента на 10%, 5%, 1% уровне значимости соответственно			

Бинарная переменная отражающая нормальный уровень инвестиций была выбрана в качестве базовой в рамках методики работы с бинарными переменными, это означает что будущая интерпретация выводов будет осуществляться через сравнение компаний с оптимальной и неоптимальной инвестиционной политикой. Для выбора конечного вида модели также как и в случае первой модели были проведены дополнительные тесты с целью установить ее наиболее подходящий вид:

- 1) Тест Вальда для выбора между моделью сквозной регрессии и моделью с фиксированными эффектами ( $\text{Prob} > F = 0.0395$ ) показал, что модель с фиксированными эффектами является более предпочтительной.
- 2) Тест Бреуша-Пагана для выбора между моделью сквозной регрессии и моделью со случайными эффектами ( $P > \text{chi}^2 = 0.301$ ) показал, что модель сквозной регрессии является более предпочтительной.
- 3) Тест Хаусмана для выбора между моделью со случайными эффектами и моделью с фиксированными эффектами ( $\text{Prob} > \text{chi}^2 = 0.000$ ) показал, что модель с фиксированными эффектами является более предпочтительной по сравнению с моделью со случайными эффектами.

В соответствии с результатами трех тестов была выбрана модель с фиксированными эффектами. Это означает, что каждая из компаний обладает своими индивидуальными особенностями неизменяющимися во времени. Коэффициент  $R^2$  данной модели показывает, что 30.48% дисперсии зависимой переменной объясняется изменениями в независимых переменных.

### **3.5 Анализ результатов**

Интерпретируя полученные результаты важно отметить статистически значимый отрицательный коэффициент у переменной отражающей премию за право голоса, что говорит о том, что чем больше частных выгод контроля извлекают инсайдеры компании, тем хуже будет динамика ее акций по отношению к конкурентам или к общему рынку. В среднем при прочих равных увеличение премии за контроль на 1 единицу снижает доходность акций на 0.25 единиц. Полученный результат согласуется со схожими исследованиями, в которых исследовалась связь стоимости компании и частных выгод контроля и было отмечено негативное влияние растущей премии за право голоса на стоимость фирмы (Grossman, Hart, 1988). Это является подтверждением изначально поставленной гипотезы о виде связи между величиной спреда между обыкновенными и привилегированными акциями и их доходностью относительно отраслевого индекса.

Статистически значимый отрицательный коэффициент переменных характеризующих факт чрезмерных и недостаточных инвестиций позволяет подтвердить наличия отрицательной связи между неоптимальной инвестиционной политикой и результативностью компании, измеренной с помощью разницы в полной доходности ее акций и полной доходности соответствующего ей индекса сектора. В среднем при прочих равных компании, которые совершают чрезмерные инвестиции имеют доходность на 0.07 единиц меньше чем компании, которые совершают нормальные инвестиции. В среднем при прочих равных компании, которые совершают недостаточные инвестиции имеют доходность на 0.065 единиц меньше чем компании, которые совершают нормальные инвестиции. Меньшая эффективность в инвестициях отрицательно влияет на интерес инвесторов к акциям компании.

Статистическая незначимость коэффициента при переменной, описывающей отношение операционного денежного потока к выручке, не позволяет подтвердить или опровергнуть гипотезу о наличии положительной связи между величиной этого показателя и полной доходностью акций компании.

Статистически значимый положительный коэффициент при переменной, равной логарифму активов компании, подтверждает наличие положительной связи между размером компании и доходностью ее акций. Это согласуется с результатами исследования (Cheng et al., 2018) проведенного на выборке в 751 компанию на протяжении 35 лет, в рамках которого было получено положительное значение коэффициента при логарифме активов компании в модели результативности.

Отрицательный коэффициент при бинарной переменной, характеризующей факт получения компанией отрицательной чистой прибыли, статистически значим, что позволяет подтвердить гипотезу того, что акции компаний получающих убыток в среднем приносят меньшую доходность по сравнению с конкурентами. В среднем при прочих равных компании, которые совершают недостаточные инвестиции имеют доходность на 0.1112 единиц меньше чем компании, которые совершают нормальные инвестиции.

Положительный коэффициент при бинарной переменной, означающей факт выплат дивидендов, статистически незначим, что не позволяет подтвердить гипотезу того, что акции компаний выплачивающих дивиденды приносят большую доходность по сравнению с конкурентами, относительно акций компаний, которые не выплачивают дивидендов.

Отрицательный коэффициент при бинарной переменной, характеризующей наличие государства в качестве контролирующего собственника компании, статистически значим, что позволяет подтвердить гипотезу того, что акции компаний с государственным

контролем приносят меньшую доходность относительно конкурентов по сравнению с акциями компаний, в которых государство не имеет контрольного пакета.

## **ЗАКЛЮЧЕНИЕ**

Ущемление прав миноритарных акционеров и извлечение частных выгод контроля является предметом активного исследования не только российских, но и международных ученых. Данное исследование, как и большинство проведенных ранее подтверждает необходимость защиты прав миноритарных акционеров. В случае, если в компании ущемляются права этой группы инвесторов, рынок как правило дает свою оценку состояния корпоративного управления в ней, что негативно отражается на стоимости акций компании. Возможно, что снижение стоимости акций компании – это краткосрочный эффект такого явления как извлечение частных выгод контроля, в то же время неоптимальное, относительно оценки рынком возможностей компании, инвестирование в долгосрочном плане крайне негативно влияет на способность компании создавать ценность для своих акционеров за счет создания новых источников стабильно положительных денежных потоков.

Основной целью данной работы стал анализ возможной связи между инвестиционной политикой, величиной премии за контроль и результативности компании. Основная предпосылка данного исследования заключалась в том, что премия за контроль измеренная по методу использовавшемуся в данном исследовании может служить оценкой степени извлечения частных выгод контроля в компании. В результате проверки выдвинутых в работе гипотез, наличие связи подтвердилось для большинства исследуемых переменных. Таким образом, неоптимальная инвестиционная политика в совокупности с растущей премией за контроль негативно сказывается на результативности компании относительно ее конкурентов или рынка в целом.

В первой главе исследования была дана характеристика компаний с двумя типами акций как в мировой практике, так и на рынке РФ, рассмотрены основные риски и преимущества наличия у компании такой структуры капитала, было дано определение частных выгод контроля и проведен анализ подходов к их оценке. Также был проведен анализ исследований, исследующих связь частных выгод контроля и результативности компаний, а также рассмотрены основные подходы к оценке результативности. В результате была выбрана прокси-переменные для оценки величины частных выгод контроля и для результативности.

Во второй главе было дано определение инвестиционной политики компании, описана важность ее для компании, был проведен анализ литературы, посвященной проблеме чрезмерных и недостаточных инвестиций. В качестве одной из причин этой проблемы была подробно рассмотрена проблематика конфликта между контролирующим акционером и миноритарными акционерами, в частности ситуация, в которой государство выступает контролирующим акционером компании. В результате анализа всех описанных в первой и второй главе теоретических концепций были сформулированы основные гипотезы исследования.

Третья глава была посвящена эмпирическому исследованию связи между инвестиционной политикой, величиной премии за контроль и результативностью компании, которое было проведено в формате регрессионного анализа. В главе были представлены основные результаты исследования и дана их интерпретация в контексте выдвинутых гипотез.

При анализе полученных результатов, необходимо учитывать те ограничения, которые связаны с проведением данного исследования: 1) Количество наблюдений в выборке в принципе достаточно мало, что не позволяет сделать надежных выводов для каждого отдельного сектора об особенностях связи премии за контроль, инвестиционной политики и результативности компаний, с целью учета возможных отличий, которые носят межотраслевой характер. 2) Компания может управлять динамикой своих финансовых показателей, что сказывается на использовании переменных связанных с финансовой отчетностью в качестве метрик результативности (Никулин, Свиридов, 2019). 3) Снижение курса акций может носить временный характер, связанный с глобальными шоками, но так или иначе приводящий к изменениям в величине спреда между обыкновенными акциями и привилегированными. 4) Существует возможность того, что структура акционерного капитала может оказывать влияние на результативность не только с точки зрения наличия государства в качестве контролирующего акционера, но и с точки зрения типа акционера (инвестиционный фонд, частное лицо), размера его доли и т.д. 5) Некоторые исследования указывают, что на величину спреда между обыкновенными и привилегированными акциями может влиять ликвидность, выраженная через объем торгов по каждому отдельному инструменту за торговую сессию, что влияет на интерпретацию этого показателя в качестве меры премии за контроль.

С практической точки зрения результаты этой работы могут быть использованы инвестиционными менеджерами хедж-фондов использующих как рыночно-нейтральные стратегии, так и направленные спекуляции. В том числе может быть реализована стратегия

при которой фонд покупает акции компаний с низкой премией за контроль и одновременно совершает короткую продажу акций компаний с высокой премией за контроль. Стоит отметить, что конкретные параметры этой стратегии должны быть определены с помощью тестирования ее на исторических данных. Также в рамках реализации стратегии «умной беты» (от англ. smart beta) – репликации индекса с повышением или понижением веса отдельных компаний, возможно в рамках полученного портфеля акций повышать вес компаний с низкой премией за контроль и понижать вес компаний с высокой премией за контроль.

В то же время, в рамках реализации процедур корпоративного управления на практике, миноритарные акционеры могут распределять свои ресурсы по осуществлению мониторинга за действиями менеджмента или контролирующего акционера в своем портфеле компаний, опираясь на показатель премии за контроль. Очевидно, что владея долей во множестве компаний у отдельного акционера физически нет возможности оценивать действия менеджмента или контролирующего акционера каждой из них, в таком случае он может использовать показатель премии за контроль и спрогнозировать в какой из компаний с большей вероятностью может возникнуть извлечение частных выгод контроля.

Дальнейшие исследования этой темы могут быть направлены на сравнение особенностей инвестиционной политики и результативности компаний с одним и с двумя типами акций; выявление тенденций и закономерностей в динамике величины премии за контроль относительно изменений в корпоративном устройстве компании, с точки зрения совета директоров и контролирующих акционеров; изучение статистических особенностей спреда в ценах между обыкновенными и привилегированными акциями для построения алгоритмических торговых стратегий, в частности если спред обладает свойством стационарности, на основе его отклонений от своего среднего значения можно построить торговую стратегию; изучение возможности построения торговой стратегии основанной на факторном инвестировании, включающем величину премии за контроль в качестве одного из факторов.

## ПРИЛОЖЕНИЕ

### Приложение 1. Первоначальная выборка компаний

Тикер	Название компании
VZRZ	Банк Возрождение
BISV	Башинформсвязь
BANE	АНК Башнефть
VJGZ	Варьеганнефтегаз
VGSB	Волгоградэнергосбыт
VSYD	Выборгский судостроительный завод
GAZA	Горьковский автомобильный завод
RLMN	ГК Роллман
DZRD	Донской завод радиодеталей
IGST	Ижсталь
KZOS	Органический синтез
KCHE	Камчатскэнерго
TGKD	Генерирующая компания Квадра
KTSB	Костромская сбытовая компания
KRSB	Красноярскэнергосбыт
KROT	КФ Красный октябрь
KRKO	ТКЗ Красный котельщик
KAZT	КуйбышевАзот
KGKC	Курганская генерирующая компания
LNZL	Лензолото
LSNG	Ленэнерго
MGTS	Московская городская телефонная сеть
MAGE	Магаданэнерго
MTLR	Мечел
NKNC	Нижнекамскнефтехим
RSTI	Россети

Тикер	Название компании
RTKM	Ростелеком
SAGO	Самарскэнерго
KRKN	Саратовский нефтеперерабатывающий завод
SARE	Саратовэнерго
SBER	Сбербанк
SELG	Селигдар
MFGS	Славнефть-Мегионнефтегаз
JNOS	Славнефть-Ярославнефтеоргсинтез
STSB	Ставропольэнергосбыт
SNGS	Сургутнефтегаз
TANL	Тантал
TGKB	ТГК-2
VRSB	ТНС энерго Воронеж
MISB	ТНС энерго Марий Эл
NNSB	ТНС энерго Нижний Новгород
RTSB	ТНС энерго Ростов-на-Дону
YRSB	ТНС энерго Ярославль
TASB	Тамбовская энергосбытовая компания
TATN	Татнефть
TORS	Томская распределительная компания
HIMC	Химпром
WTSM	Центр Международной Торговли
CNTL	Центральный телеграф
YKEN	Якутскэнерго
PMSB	Пермская энергосбытовая компания

### Приложение 2. Регрессионный анализ с ROE в качестве зависимой переменной

Был проведен дополнительный регрессионный анализ для учета различных подходов к оценке результативности. В данном случае в качестве зависимой переменной использовался показатель ROE. Корреляционная матрица и результаты анализа представлены ниже:

Приложение 2.1 Корреляционная матрица

	ROE	Over	Under	Norm	VP	CFO to Sales	Loss	Size	Gov	Div
ROE	1									
Over	-0.12*	1								
Under	-0.09*	-0.27	1							
Norm	0.05*	-0.73	-0.26	1						
VP	-0.14*	0.0878*	0.032	-0.152	1					
CFO to Sales	0.126*	-0.027	-0.18	0.176	-0.188	1				
Loss	-0.53*	-0.0157	0.063	0.0336*	0.1354	-0.2345	1			
Size	0.03*	0.0265*	0.013	0.0155	-0.183	0.2661	-0.023	1		
Gov	-0.017*	0.1515	-0.056	-0.105	0.2245	0.1054	-0.149	-0.014	1	
Div	0.029*	-0.0702	-0.030	0.22	0.0848	0.2284	-0.059	0.226	0.079	1

\* – означает значимость коэффициента на 1% уровне значимости

Приложение 2.2 Регрессионный анализ с ROE

Переменная	Модель сквозной регрессии	Модель с фиксированными эффектами	Модель со случайными эффектами
Over	-0.021 (0.04)	-0.054 (0.03)*	-0.042 (0.029)*
Under	-0.036 (0.014)*	-0.063 (0.01)*	-0.041 (0.013)*
Norm	-	-	-
VP	-0.16 (0.019)***	-0.18 (0.02)**	-0.135 (0.015)**
CFO to Sales	0.19 (0.09)	0.1706 (0.092)	0.15 (0.085)

**Приложение 2.2** Регрессионный анализ с ROE (продолжение)

Loss	-0.15 (0.1)	-0.255 (0.06)**	-0.09 (0.064)*
Size	0.071 (0.031)	0.08 (0.04)*	0.034 (0.023)*
Div	0.051 (0.05)	0.043 (0.029)	0.01 (0.02)
Gov	-0.046 (0.012)*	-0.025 (0.0097)**	-0.023 (0.01)*
<b>Prob &gt; F</b>	0.000	0.000	0.000
<b>R-squared</b>	6.34%	10.3%	11.1%
<b>Количество наблюдений</b>	165	165	165
<b>Тест Вальда: P &gt; F</b>		0.0213	
<b>Тест Хаусмана: P &gt; chi2</b>			0.000
<b>Тест Бреуша-Пагана: P &gt; chi2</b>			0.301
<b>Модифицированный тест Вальда на гетероскедастичность: P &gt; chi2</b>		0.055	
<b>Тест Вулдриджа на автокорреляцию ошибок: P &gt; F</b>		0.2331	
*, **, *** – означает значимость коэффициента на 10%, 5%, 1% уровне значимости соответственно			

Результаты данного регрессионного анализа согласуются с результатами, полученными для переменной связанной с относительной доходностью акций – неоптимальные инвестиции и рост премии за контроль отрицательно влияют на результативность компании.

## СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Муравьев, А. А. Корпоративные конфликты и политика фирм в области занятости и заработной платы / А. А. Муравьев, И. В. Березинец, И. Ю. Борисовна // Российский журнал менеджмента. – 2012. – Т. 10, № 2. – С. 3-32.
2. Никулин, Е.Д. Манипулирование прибылью российскими компаниями при первичном размещении акций / Е. Д. Никулин, А.А Свиридов // Финансы: теория и практика –2019. – Том 23. № 1. – С. 147-164.
3. Смирнов, М. В. Корпоративное управление: вводный курс / М. В. Смирнов, А. В. Бухвалов – СПб. : Изд-во «Высшая школа менеджмента», 2012 – 185 с.
4. Aggarwal, R. The Role of Institutional Investors in Voting: Evidence from the Securities Lending Market / R. Aggarwal, P. A. C. Saffi, J. Sturgess// The Journal of Finance – 2015. – Vol. 70 – P. 2309-2346.
5. Alchian, A. The Property Right Paradigm / A. Alchian, H. Demsetz // The Journal of Economic History – 1973. – Vol. 33, Issue 1. – P. 16-27.
6. Alderighi, S. The determinants of cross-border portfolio equity flows: new evidence from emerging markets / S. Alderighi, S. Cleary, P. Varanasi // University of Essex, Department of Economics. – 2018. – Economics Discussion Papers 23310.
7. Barclay, M. Private benefits from control of public corporations / M. Barclay, C. Holderness // Journal of Financial Economics. – 1989. – Vol. 25 – P. 371–395.
8. Barberis, N. How Does Privatization Work? Evidence from the Russian Shops / N. Barberis et al. // Journal of Political Economy – 1996. – Vol. 104, Issue 4. – P. 764-790.
9. Bainbridge S. M., The Complete Guide to Sarbanes-Oxley / S. M. Bainbridge // UCLA School of Law – 2007. – Law-Econ Research Paper № 07-17.
10. Bainbridge S. M., Corporate Governance after the Financial Crisis / S. M. Bainbridge – 1st ed. – Bainbridge Oxford University Press, 2012. – 320 p.
11. Bebchuk, A. L. Stock pyramids, cross-ownership, and dual class equity / L. Bebchuk, R. Kraakman, G. Triantis // Concentrated Corporate Ownership / ed. by R. Morck. – University of Chicago Press, Chicago., 1999. – P. 295–315.
12. Bebchuk, A. L. The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism / A. L. Bebchuk, A. Brav, W. Jiang // Columbia Law Review – 2015. – Vol. 115. – P. 1085-1156.
13. Bebchuk, A. L. The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock / A. L. Bebchuk, K. Kastiel // Virginia Law Review – 2017. –Vol. 103. – P. 585-631.
14. Benos, E. Private benefits and cross-listings in the United States / E. Benos M. Weisbach // Emerging Markets Review – 2004. – Vol. 5, Issue 2. – P. 217-240.

15. Bozec, R. The Performance of State-Owned Enterprises Revisited / R. Bozec, G. Breton, L. Côté // *Financial Accountability & Management* – 2002. – Vol. 18. – P. 383-407.
16. Brau, J. Why Do Firms Go Public? / J. Brau // *The Oxford Handbook of Entrepreneurial Finance* – 2010. – Vol. 1 – P. 1-15.
17. Brealey, R. A. Principles of Corporate Finance / R. A. Brealey, S. C. Myers. – 4th ed. – McGraw-Hill, 1991. – 990 p.
18. Bushee, B. J. Institutional Investors, Long-Term Investment, and Earnings Management / B. J. Bushee // Harvard University – 1998. – Working paper.
19. Canada, J. R. Capital Investment Decision Analysis for Management and Engineering / J. R. Canada, J. A. White – 1st ed. – Prentice Hall, 1980. – 544 p.
20. Cheng, X. Investment efficiency: Dual-class vs. Single-class firms [Электронный ресурс] / X. Cheng, H. Mpundu, H. Wan // *Global Finance Journal* – 2019. – Режим доступа: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S1044028318302631> (дата обращения 15.03.2020)
21. Christoffersen, S. E. Vote Trading and Information Aggregation / S. E. Christoffersen, C. C. Geczy, D. K. Musto, A. V. Reed // *The Journal of Finance* – 2007. – Vol. 62 – P. 2897-2929.
22. Claessens, S. Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings / S. Claessens et al. // *The Journal of Finance* – 2002. – Vol. 57 – P. 2741-2771.
23. Damodaran, A. Return on Capital (ROC), Return on Invested Capital (ROIC) and Return on Equity (ROE): Measurement and Implications [Электронный ресурс] / A. Damodaran // *SSRN Electronic Journal* – 2007. – Режим доступа: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1105499](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1105499) (дата обращения 15.01.2020)
24. Doidge, C. U.S. cross-listings and the private benefits of control: evidence from dual-class firms / C. Doidge // *Journal of Financial Economics* – 2004. – Vol. 72 – P. 519–553.
25. Dugar, A. The Effect of Investment Banking Relationships on Financial Analysts' Earnings Forecasts and Investment Recommendations / A. Dugar, S. Nathan // *Contemporary Accounting Research* – 1995. – Vol. 12 – P.131-160.
26. Dyck, A. Private benefits of control: an international comparison / A. Dyck, L. Zingales // *Journal of Finance*. – 2002. – Vol. 121 – P. 987–1000.
27. Equity asset valuation / J. E. Pinto et al. – 2nd ed. – John Wiley & Sons, 2010 – 467 p.

28. Fan, P. H. J. Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia / J. P. H. Fan, T. J. Wong // *Journal of Accounting and Economics* – 2002. – Vol. 33, Issue 3. – P. 401-425.
29. Farooq, S. Impact of Overinvestment & Underinvestment on Corporate Performance: Evidence from Singapore Stock Market [Электронный ресурс] / S. Farooq, S. Ahmed, K. Saleem // *SSRN Electronic Journal* – 2014. – Режим доступа: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2512436](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2512436) (дата обращения 15.04.2020)
30. Filatotchev, I. Ownership Concentration, 'Private Benefits of Control' and Debt Financing / I. Filatotchev, T. Mickiewicz // *UCL School of Slavonic and East European Studies* – 2001. – Economics and Business working paper series 4.
31. Gompers, P. Extreme Governance: An Analysis of Dual-Class Firms in the United States / P. Gompers, J. Ishii, A. Metrick // *Review of Financial Studies* – 2010. – Vol. 23 – P. 1051-1088.
32. Goshen, Z. Corporate Control and Idiosyncratic Vision./ Goshen Z., Hamdani, A. // *The Yale Law Journal*. – 2016. – Vol. 125 – P. 560.
33. Grossman, S.J. One Share-One Vote and the Market for Corporate Control / S.J. Grossman, O.D. Hart // *Journal of Financial Economics* – 1988 – Vol. 20 – P. 175-202.
34. Gurrea-Martínez, A. Theory, Evidence, and Policy on Dual-Class Shares: A Country-Specific Response to a Global Debate (June 2, 2019)/ A. Gurrea-Martínez // *Ibero-American Institute for Law and Finance*– 2019. – Working Paper Series 3.
35. Harris, M. Corporate Governance, Voting Rights and Majority Rules / M. Harris, A. Raviv // *Journal of Financial Economics* – 1988. – Vol. 20 – P. 203-235.
36. Hauser, S. The Value of Voting Rights to Majority Shareholders: Evidence from Dual-Class Stock Unifications / S. Hauser, B. Lauterbach // *Review of Financial Studies* – 2004. – Vol. 17 – P. 1167-1184.
37. Hecking, S. The relation between shareholder value orientation and shareholder value creation [Электронный ресурс] / S. Hecking // *Universitat Autònoma de Barcelona* – Doctoral Thesis – 2002. – Режим доступа: <https://ddd.uab.cat/pub/tesis/2002/tdx-1030103-180240/sh1de3.pdf> (дата обращения 07.12.2019).
38. Hertenstein, J. Solving the puzzle of the cash flow statement / J. Hertenstein, S. McKinnon // *Business Horizons* – 1997. – Vol. 40. – P. 69–76.
39. Holmen, M. The Impact of Family Ownership and Dual Class Shares on Takeover Risk / M. Holmen, E. Nivorozhkin // *Applied Financial Economics* – 2007. – Vol. 17 – P. 785-

40. Hong, H. G. Analyzing the Analyst: Career Concerns and Biased Earnings Forecast / H. G. Hong, J. D. Kubik // *The Journal of Finance* – 2013.– Vol. 58 – P. 313-351.
41. International Corporate Governance Network, Differential Share Ownership Structures [Электронный ресурс] // ICGN. – 2017. – Режим доступа: [https://www.icgn.org/sites/default/files/2.%20ICGN%20Viewpoint%20differential%20share%20ownership\\_1.pdf](https://www.icgn.org/sites/default/files/2.%20ICGN%20Viewpoint%20differential%20share%20ownership_1.pdf) (дата обращения 20.03.20).
42. Jackson, R.J. Perpetual Dual-Class Stock: Case Against Corporate Royalty [Электронный ресурс] // U.S. Securities and Exchange Commission. – 2018. – Режим доступа <https://www.sec.gov/news/speech/perpetual-dual-class-stock-case-against-corporate-royalty> (дата обращения 10.11.2019).
43. Jensen, M. C. Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers / M. C. Jensen // *American Economic Review* – 1986. – Vol. 76. – P. 323–329.
44. Kalay, A. The Market Value of Corporate Votes: Theory and Evidence from Option Prices / A. Kalay, O. Karakaş, S. Pant // *The Journal of Finance* – Vol. 69 – P. 1235-1271.
45. Kamonjoh, E. Controlled Companies in the Standard & Poor’s 1500: A Follow-up Review of Performance & Risk [Электронный ресурс] / E. Kamonjoh // Investor Responsibility Research Center Institute – 2016. – Режим доступа: <https://www.weinberg.udel.edu/IIRCiResearchDocuments/2016/03/Controlled-Companies-IRRCI-2015-FINAL-3-16-16.pdf> (дата обращения 10.02.2020)
46. Khalil, S. Termination Fees in Mergers and Acquisitions: Protecting Investors or Managers? / P. Andre, S. Khalil, M. Magnan // *Journal of Business Finance & Accounting*. – 2007. – Vol. 34, Issue 3-4. – P. 541–566.
47. Kim, J. Empirical Study on the Performance of State-owned-enterprises and the Privatizing Pressure: The Case of Korea [Электронный ресурс] / J. Kim, H. Chung // European Consortium for Political Research – 2006. – Режим доступа: <http://regulation.upf.edu/utrecht-08-papers/jkim.pdf> (дата обращения 20.12.2019)
48. Kowalski, P. State-Owned Enterprises: Trade Effects and Policy Implications / P. Kowalski et al. // OECD Publishing – 2013.– OECD Trade Policy Papers № 147.
49. Krueger, A. O. Government Failures in Development / A. O. Krueger // *Journal of Economic Perspectives* – 1990. – Vol. 4 – P. 9-23.
50. La Porta, R. Corporate ownership around the world. *Journal of Finance* / R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer // *Journal of Finance*. – 1999. – Vol. 54 – P. 471–517.
51. Lease, R. C. The market value of control in publicly-traded corporations / R. C. Lease, J.

- J. McConnell, W. H. Mikkelsen // *Journal of Financial Economics* – 1983. – Vol. 11, Issue 1-4. – P. 439-471.
52. Leung, M. Dual-Class Shares: The Good, The Bad, And The Ugly, A Review of the Debate Surrounding Dual-Class Shares and Their Emergence in Asia Pacific [Электронный ресурс] / M. Leung, R. Tung. // CFA Institute – 2018. – Режим доступа: <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/survey/apac-dual-class-shares-survey-report.ashx> (дата обращения 10.03.2020).
53. Lukomnik, J. Controlled Companies in the Standard & Poor's 1500: A Ten Year Performance and Risk Review [Электронный ресурс] / J. Lukomnik, S. Quinn // Investor Responsibility Research Center Institute – 2012. – Режим доступа: <https://www.weinberg.udel.edu/IIRCiResearchDocuments/2015/09/FINAL-Controlled-Company-ISS-Report1.pdf> (дата обращения 11.01.2020).
54. McCormick, R. University Governance: A Property Rights Perspective / R. McCormick, R. E. Meiners // *Journal of Law and Economics* – 1988. – Vol. 31, Issue 2. – P. 423-442.
55. Modigliani, F. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment / F. Modigliani, M. H. Miller // *The American Economic Review* – 1958. – Vol. 48, Issue 3. – P. 261-297.
56. Morellec, E. Capital Structure, Investment, and Private Benefits of Control / E. Morellec, N. Wang // Simon Business School – 2004. – Working Paper № FR04-17 – 31 p.
57. Morgado, A. The underinvestment and overinvestment hypotheses: an analysis using panel data / A. Morgado, J. Pindado // *European Financial Management* – 2003. – Vol. 9. – P. 163-167.
58. Myers, S. C. Determinants of Corporate Borrowing / S. C. Myers // *Journal of Financial Economics* – 1977. – Vol. 5. – P. 147–175.
59. Myers, S. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have / S. Myers, N. Majluf // *Journal of Financial Economics* – 1984. – Vol. 13. – P. 187–221.
60. Nenova, T. The Value of Corporate Votes and Control Benefits: A Cross-Country Analysis [Электронный ресурс] / T. Nenova // World Bank, South Asia – 2000. – Режим доступа: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=237809](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=237809) (дата обращения 12.02.2020).
61. Niskanen, W. A. Bureaucracy and Representative Government / W. A. Niskanen – 1st ed. – Transaction Publishers, 1971 – 241 p.

62. Pawlina, G. Is Investment-Cash Flow Sensitivity Caused by Agency Costs or Asymmetric Information? Evidence from the UK / G. Pawlina, L. Renneboog // *European Financial Management* – 2005. – Vol. 11. – P. 483-513.
63. Peltzman, S. Pricing in Public and Private Enterprises: Electric Utilities in the United States / S. Peltzman // *Journal of Law and Economics* – 1971. – Vol. 14, Issue 1. – P. 109-47.
64. Picot, A. Comparative Performance of Government-owned and Privately-owned Industrial Corporations Empirical Results from Six Countries / A. Picot, T. Kaulmann // *Journal of Institutional and Theoretical Economics* 1989. – Vol. 145. – P. 298-316.
65. Richardson, S. A. Over-Investment of Free Cash Flow [Электронный ресурс] / S. A. Richardson // *SSRN Electronic Journal* – 2006. – Режим доступа: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=884229](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=884229) (дата обращения 07.02.2020).
66. Shabani, V. Investigating the Relationship between Earnings and Stock Prices in Companies Accepted in the Stock Exchange: A Case Study in Iran (2000-2010) / V. Shabani // *European Online Journal of Natural and Social Sciences* – 2013. – Vol. 2, Issue 3. – P. 3102 –3116.
67. Stiglitz, J. E. Credit Rationing and Markets with Imperfect Information / J. E. Stiglitz, A. Weiss // *American Economic Review* – 1981. – Vol.71 – P. 393–410.
68. Tullock, G. Rational Models, Politics, And Policy Analysis / G. Tullock, R. E. Wagner // *Policy Studies Journal* – 1976. – Vol. 4. – P. 408-416.
69. Wald, J. K. How Firm Characteristics Affect Capital Structure: An International Comparison / J. K. Wald // *Journal of Financial Research* – 1999. – Vol. 22, Issue 2. – P. 161-187.
70. Zingales, L. The value of the voting right: a study of the Milan Stock Exchange experience / L. Zingales // *Review of Financial Studies*. – 1994. – Vol. 7 – P. 125–148.
71. Zingales, L. What determines the value of corporate votes? / L. Zingales // *Quarterly Journal of Economics*. – 1995. – Vol. 110 – P. 1047–1073.