

На правах рукописи

Удальцов Валерий Евгеньевич

**МОДЕЛИРОВАНИЕ ВЛИЯНИЯ ВНУТРЕННИХ ФАКТОРОВ
СТОИМОСТИ НА ИНВЕСТИЦИОННУЮ АКТИВНОСТЬ
РОССИЙСКИХ ПУБЛИЧНЫХ КОМПАНИЙ**

Специальность: 08.00.05. – «Экономика и управление народным хозяйством»
(экономика, организация и управление предприятиями, отраслями,
комплексами – промышленность)

АВТОРЕФЕРАТ

диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Москва – 2009

Диссертация выполнена на кафедре экономики и финансов фирмы Государственного университета – Высшей школы экономики.

Научный руководитель: доктор экономических наук
Теплова Тамара Викторовна

Официальные оппоненты: доктор экономических наук
Грачева Марина Владимировна

кандидат экономических наук
Кузнецов Борис Викторович

Ведущая организация: Уральский государственный экономический университет (УрГЭУ)

Защита состоится 30 июня 2009 г. в 14 часов на заседании диссертационного совета Д212.048.02 в Государственном университете – Высшей школе экономики по адресу 101000, Москва, ул. Мясницкая, д.20, ауд. 311.

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке Государственного университета – Высшей школы экономики.

Автореферат разослан « » мая 2009 г.

Ученый секретарь
Диссертационного совета
д.э.н.

Смирнов С.Н.

1. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

Актуальность темы исследования. Инвестиционная деятельность является одним из ключевых факторов экономического и инновационного развития любой компании. Посредством эффективного вложения капитала реализуются возможности потенциального роста и приумножения инвестированных средств. Так, например, обновление имеющейся материально-технической базы способствует повышению результативности производства, а успешное освоение новых видов деятельности может привести к завоеванию устойчивых позиций на рынке и увеличению стоимости компании, и, как следствие благосостояния ее собственников.

Высокая инвестиционная активность, которая осуществляется за счет увеличения объемов инвестиций и наиболее эффективного их использования в приоритетных сферах, представляет собой необходимое условие для развития экономики страны в целом. Пристальное внимание к проблеме увеличения инвестиционной активности в России вызвано именно негативными тенденциями в национальной инвестиционной сфере, о чем свидетельствуют статистические данные. По результатам опросов, ежегодно проводимых ИНП РАН среди руководителей более 150 российских компаний, выявлено, что только 9,3% респондентов считают уровень инвестиционной активности их компании достаточным для осуществления полноценной модернизации. Более того, около 80% опрошенных в 2008 г. руководителей выделяют среди основных препятствий для развития своих компаний в долгосрочной перспективе высокую степень износа основных фондов и необходимость внедрения новых технологий. Эти результаты также подтверждаются данными Росстата, согласно которым с 1991 года по 2007 год степень износа основных фондов промышленных предприятий увеличилась с 41% до 53%.

На современном этапе существенное увеличение объема инвестиций в реальный сектор для модернизации экономики является одной из приоритетных задач. Таким образом, становится очевидной актуальность темы диссертационного исследования обусловленная, прежде всего, существующей необходимостью разработки системы мер, направленных на повышение инвестиционной активности российских компаний.

Следует отметить, что существуют различные механизмы создания благоприятного инвестиционного климата, и, следовательно, стимулирования инвестиционной активности. Их значительная часть носит внешний характер и осуществляется на государственном уровне в форме проведения налоговой и монетарной политики, регулирования экспорта и импорта, и т.д. Учитывая несовершенство институциональной среды в России, которое выражается в неразвитости фондового рынка, системы управления процессами

несостоятельности (банкротства), недостатке квалифицированных управленческих кадров, неэффективность действия указанных внешних механизмов необходимо компенсировать с помощью использования методов внутреннего характера. Высокая вероятность успешного применения последних обусловлена низкой информационной прозрачностью компании и наличием конфликтов интересов между разными группами стейкхолдеров, что по сути может служить препятствием для осуществления эффективной инвестиционной деятельности независимо от источников финансирования.

В диссертационной работе в качестве внутренних факторов, влияющих на величину инвестиций, рассматриваются структура собственности, система вознаграждения совета директоров, уровень раскрытия информации. Следует отметить, что данный подход остается актуальным в ситуации текущего финансового и экономического кризиса, когда многие собственники пересматривают свою роль в управлении компанией, корректируют систему мотивации менеджмента, меняют отношение к раскрытию информации. Кроме того, в условиях некорректного отражения динамики подлинной стоимости компании с помощью рыночных показателей, инвестиционная активность той или иной организации может служить прогнозом будущих результатов ее деятельности для участников инвестиционного рынка.

Степень разработанности проблемы. Вплоть до тридцатых годов XX в. инвестиционная деятельность компании традиционно рассматривалась в рамках неоклассической теории фирмы. В таком контексте размер инвестиций не зависел от структуры собственного и заемного капитала, размера компании и её ценовых решений. Риск определялся исходя из экзогенных факторов и находил полное отражение в затратах на капитал. Несоответствие механизма ценообразования и распределения собственности в крупных компаниях предпосылкам неоклассической теории, ставшее очевидным в тридцатые годы XX в., привело к появлению альтернативного направления экономической мысли, которое развивается в работах А. Берли, Г. Минза, М. Калецки, Дж. М. Кейнса, М. Дженсена, У. Меклинга, Р. Морка, А. Шлейфера и Р. Вишни.

В рамках этого направления авторы рассматривают инвестиционную деятельность в условиях «фундаментальной неопределенности» (Keynes, 1936) и исследуют преимущественно внутренние механизмы реагирования компании на сигналы внешней среды. Так, М. Калецки (Kaleski, 1937) вводит понятие «принципа возрастающего риска», смысл которого заключается в росте риска при увеличении отношения объема инвестиций к собственному капиталу компании, что ведет к увеличению затрат на привлечение заемных средств.

Закономерно, что в этот период особую актуальность приобретают вопросы управления компанией, а именно проблема конфликта интересов между менеджментом, осуществляющим фактическое руководство, и собственниками акционерного капитала. Данная ситуация была детально описана в классической работе А. Берли и Г. Минза (Berle, Means, 1932), которые проанализировали качественные изменения, происходившие в сфере распределения власти внутри крупных компаний того времени. М. Дженсен и У. Меклинг (Jensen, Meckling, 1976) представили типологию агентских издержек, причиной которых является описанный конфликт интересов. М. Дженсен (Jensen 1986, 1993) проанализировал влияние агентских конфликтов на инвестиционную деятельность, выражающееся, в частности, в создании пирамидальных холдингов, трансфертном ценообразовании. Множество эмпирических исследований посвящены изучению влияния структуры собственного капитала на результаты деятельности компаний. В частности, в работе Р. Морка, А. Шлейфера и Р. Вишни (Morck, Shleifer, Vishny 1988) описываются эффекты «сближения интересов» и «окапывания», отражающие характер конфликта интересов в корпорациях. Направление поведенческих финансов показало влияние на принятие инвестиционных решений таких факторов как пол и возраст руководителя компании. В своем исследовании Н. Яннакопос и А. Бернасек (Jianakoplos, Bernasek, 1996) отмечают, что женщины менее склонны к риску, чем мужчины, что накладывает отпечаток на инвестиционный выбор и результаты инвестирования. Таким образом, в условиях рыночной неопределенности и несовершенного рынка капитала, на инвестиционную активность компании оказывают влияние не только внешние, но и внутренние факторы функционирования компании.

К наиболее значимым исследованиям инвестиционного поведения российских компаний с учетом влияния конфликта интересов и информационной прозрачности относятся работы С. Гуриева, Р. Дзарасова, Н. Деминой, Т. Долгопятовой, А. Дурнева, Р. Капелюшникова, Б. Кузнецова, П. Кузнецова, О. Лазаревой, А. Муравьева, Х. Пляйнес, А. Рачинского, А. Радыгина, И. Розинского, П. Старюка, Т. Тепловой, И. Филаточева, Р. Энтова. В исследованиях П. Кузнецова и А. Муравьева (2000), И. Розинского (2002), Р. Дзарасова (2005), Т. Тепловой (2007) отмечается факт применения недивидендных способов получения дохода доминирующими собственниками, через контроль над финансовыми потоками компании в ущерб миноритарным акционерам, а значит, и в ущерб инвестиционной деятельности, конкурентоспособности и стоимости компании.

Согласно исследованиям Р. Капелюшникова (2001), Б. Кузнецова (2002), С. Гуриева и А. Рачинского (2004), Т. Долгопятовой (2003, 2004), для российских компаний характерна высокая концентрация собственности. Совмещение функций владения и управления в ответ

на слабость инструментов защиты прав собственников проанализировано Т. Долгопятовой (2004).

В работе А. Радыгина и Р. Энтова (2001) получен вывод о положительном влиянии концентрации собственности на эффективность компаний. В других исследованиях (П. Кузнецова и А. Муравьева, (2000), И. Филаточева, Р. Капелюшникова, Н. Деминой и С. Аукуционека (2001)) выявляется негативное влияние концентрации собственности на результаты работы компании, в частности на объём инвестиций. При этом И. Филаточев, Р. Капелюшников, Н. Демина и С. Аукуционек (2001) обнаружили нелинейное влияние концентрации собственности на инвестиции. В работе Р. Капелюшникова и Н. Деминой (2005) выявлено неоднозначное влияние: отрицательное влияние доли первого крупнейшего акционера, положительное – доли второго крупнейшего акционера, при этом идентичность крупнейшего собственника (инсайдер, аутсайдер, государство) не оказывает видимого влияния.

Выводы исследований влияния внутренних механизмов корпоративного управления на результаты деятельности российских компаний также неоднозначны. П. Старюк (2008) показал положительное воздействие внутренних механизмов корпоративного управления на рыночную стоимость компании. В исследовании О. Лазаревой, А. Рачинского и С. Степанова (2008), было выявлено отсутствие значимого влияния качества корпоративного управления, в частности структуры собственности, на инвестиционную активность.

Наличие зависимости инвестиционной деятельности компании от степени доступности и достоверности информации подтверждается в рамках анализа данных развивающихся рынков. Исследование А. Дурнева (Durnev, 2008) 37 производственных отраслей в 41 стране показывает, что недостаточная развитость рынка капитала, фондового рынка, законодательных механизмов защиты прав в области инноваций и разработок может снижать стимулы компаний к раскрытию информации. Хотя многие исследования показывают слабую заинтересованность к раскрытию информации, ежегодный мониторинг агентства Standart&Poors демонстрируют рост индекса информационной прозрачности S&P и положительное влияние раскрытия информации на рыночную стоимость российских публичных компаний.

Неоднозначность влияния на развитие компании таких факторов как структура собственности, система вознаграждения и информационная прозрачность определяет необходимость проведения исследования зависимости инвестиционной деятельности российских компаний от этих внутренних факторов. В практической части диссертационной работы основанием для такого анализа служат исключительно данные публичных

российских компаний капиталоемких отраслей со сроком жизни более 15 лет. Все компании выборки находятся в одной фазе жизненного цикла, а, следовательно, например, система вознаграждения в них используется для достижения аналогичных целей и её влияние может быть проанализировано в контексте всей выборки.

В целом, говоря о степени научной разработанности описанной проблемы, связанной с выявлением внутренних факторов, влияющих на инвестиционную активность, следует отметить, что в отечественной и зарубежной литературе накоплен определенный объем знаний, отдельные аспекты которого отражают изучение поставленного вопроса. Однако, будучи отрывочными и недостаточно полными, разработки в данной области требуют дополнительных исследований, их систематизации в рамках единого подхода и его эмпирической проверки.

Актуальность темы, степень ее научной разработанности и практической значимости определили не только выбор темы, но и цель, задачи и логику исследования.

Цель диссертационной работы заключается в выявлении внутренних факторов создания стоимости, оказывающих влияние на инвестиционное поведение российских компаний. Особое внимание уделяется органическому росту компании, реализуемому в форме капитальных вложений, одного из направлений инвестиционной деятельности, направленного на модернизацию, техническое перевооружение и внутренний рост.

Цель диссертационного исследования обусловила необходимость решения следующих взаимосвязанных **задач**:

1. выделить основные этапы эволюции теории фирмы в контексте принятия инвестиционных решений и изучить отечественный и зарубежный опыт в области анализа влияния внутренних факторов на инвестиционную активность с целью выделения наиболее существенных;
2. разработать показатель доступности корпоративной информации, позволяющий диагностировать влияние раскрытия информации на инвестиционное поведение;
3. выявить наличие и характер зависимости инвестиционной активности от внутренних механизмов корпоративного управления и обобщить полученные результаты;
4. разработать рекомендации по раскрытию информации и использованию внутренних факторов для увеличения инвестиционной активности для собственников и менеджеров российских публичных компаний. Сформулировать предложения по учёту корректирующего влияния внутренних факторов стоимости на инвестиционное поведение для инвестиционных аналитиков и потенциальных инвесторов компаний.

Объектом исследования выступают российские публичные компании.

Предметом исследования являются внутренние факторы создания стоимости, оказывающие влияние на инвестиционную активность в форме капитальных вложений российских публичных компаний капиталоемких отраслей.

Методологическую базу исследования составили теоретические модели и эмпирические исследования российских и зарубежных экономистов в области теории инвестиций, корпоративных финансов и менеджмента. В работе применялись методы сравнительного и системного анализа, а также экономико-математические и статистические методы. Для тестирования гипотезы о влиянии внутренних механизмов корпоративного управления использовался метод регрессионного анализа панельных данных с фиксированными и случайными эффектами.

Информационной базой исследования послужил сформированный в работе массив данных по российским публичным компаниям, созданный на основе базы Ruslana – Bureau Van Dijk (ruslana.bvdep.com) по компаниям российского рынка, их ежеквартальных отчетов и официальных сайтов компаний в сети Интернет. Созданный массив, представляющий сбалансированную панель данных за 4 года, включает в себя информацию о компаниях общего характера, финансовую отчетность, информацию о структуре капитала, размере вознаграждений, дивидендах, степени раскрытия информации относительно операционной и инвестиционной деятельности компаний на их сайтах, финансовых результатах, типах и формах управления и контроля, периоде существования сайта и его индексе цитируемости в сети Интернет. Для формирования массива данных также использовались дополнительные информационные источники сети Интернет (сайт ЦБРФ (www.cbr.ru), Росстата (www.gks.ru), РТС(www.rts.ru), finance.yahoo.com; база Amadeus Bureau Van Dijk (amadeus.bvdep.com) и др.), которые применялись для расчёта вспомогательных критериев, используемых при формировании выборки.

Научная новизна диссертационной работы. Наиболее значимые результаты, полученные в ходе исследования и составляющие его научную новизну, сводятся к следующим положениям:

1. Обоснован подход к внутренним механизмам корпоративного управления как факторам, воздействующим на инвестиции.
2. Разработан показатель для оценки степени раскрытия информации и отбора инвестиционно привлекательных компаний, учитывающий критерий доступности информации. Диагностировано положительное влияние раскрытия информации на инвестиционную активность российских публичных компаний.

3. Выявлено влияние таких внутренних факторов как структура собственности и система вознаграждения членов совета директоров. Обнаружен нелинейный характер зависимости инвестиционной активности от размера доли акций, находящихся в собственности членов совета директоров и крупнейшего внешнего акционера. Показано отрицательное влияние размера фиксированного вознаграждения членов совета директоров на инвестиции российских компаний.
4. Сформулированы рекомендации по практическому применению результатов оценки воздействия внутренних факторов на инвестиционную активность российских компаний для собственников, потенциальных инвесторов и инвестиционных аналитиков.

Теоретическая значимость диссертационной работы определяется возможностью использования разработанных моделей зависимости инвестиционной активности от внутренних факторов стоимости в качестве методической основы для более глубокого анализа инвестиционной деятельности российских публичных компаний капиталоемких отраслей. Предложенная методика оценки информационной прозрачности может использоваться для разработки дополнительных методов и инструментов, выявляющих влияние раскрытия информации на деятельность отечественных компаний.

Практическая значимость диссертационного исследования заключается в возможности применения основных положений, моделей, методик, выводов и рекомендаций работы собственниками компаний, потенциальными инвесторами и инвестиционными аналитиками при анализе инвестиционной деятельности российских компаний и оценке потенциала роста инвестиций.

Апробация результатов. Основные результаты работы изложены автором на конференции молодых ученых «Корпоративные финансы: перспективы и реальность. Управление стоимостью компании» в ГУ-ВШЭ (2006 г.), семинарах научно-учебной лаборатории корпоративных финансов ГУ-ВШЭ (2007 – 2009 г.г.), X международной конференции по проблемам развития экономики и общества (2009 г.). Практические результаты диссертационного исследования были апробированы при анализе деятельности ряда компаний, а именно ОАО «Свердловский завод трансформаторов», ОАО «Пензтяжпромарматура» и ОАО «Тихорецкий машиностроительный завод им. В. В. Воровского». В ходе работы с указанными компаниями было выявлено наличие существенного вклада внутренних факторов в динамику инвестиционной активности в период с 2004 г. по первое полугодие 2008 г. Основные этапы исследования осуществлялись в рамках гранта, полученного научно-учебной лабораторией корпоративных финансов ГУ-

ВШЭ по направлению «Инвестиционная политика российских компаний» в 2006-2007 г.г. Материалы и исследовательская модель диссертационной работы использовались в рамках научного семинара «Эмпирические корпоративные финансы» магистерской программы «Стратегическое управление финансами фирмы» факультета экономики в 2008-2009 г.г. Материалы и результаты исследования применялись в учебных курсах «Инвестиционный анализ» бакалавриата факультета экономики, «Стратегический финансовый менеджмент» в магистратуре факультета менеджмента и факультета бизнес-информатики ГУ-ВШЭ в 2007-2009 г.г.

Публикации. Основные положения диссертации отражены в 5 печатных работах общим объёмом 4 п.л., две из которых опубликованы в журнале, включенном в Перечень ведущих рецензируемых научных журналов и изданий, рекомендованных ВАК Минобрнауки России.

Структура диссертационной работы. Диссертационное исследование изложено на 199 страницах (в том числе 32 страницы приложений) и состоит из введения, трёх глав, заключения, библиографии, включающей 218 наименований, и девяти приложений. Диссертация содержит 11 таблиц и 9 рисунков.

2. КРАТКОЕ СОДЕРЖАНИЕ РАБОТЫ

Во введении обоснована актуальность темы диссертационной работы, сформулирована цель, задачи, объект и предмет исследования, представлены его методологическая и информационные базы, описана степень разработанности проблемы и теоретическая база исследования.

В первой главе диссертационного исследования анализируется инвестиционная деятельность, направленная на создание материальных активов, их модернизацию и внутренний рост, характерная для современных российских компаний капиталоемких отраслей. На основании изучения результатов ежегодных опросов руководителей отечественных компаний, проводимых ИНП РАН в 2000-2008 г.г., содержащих вопросы, касающиеся имеющихся потребностей, источников инвестиций, обновления и модернизации оборудования, сделаны выводы о сравнительно низком уровне инвестиций в создание и модернизацию материальных активов российских компаний капиталоемких отраслей, что в конечном итоге приводит к снижению их конкурентоспособности.

Систематизированы результаты эмпирических работ, предметом пристального рассмотрения которых является стоимость компании как результат инвестиционной деятельности. Также отмечается, что не все инвестиции являются эффективными в целях создания стоимости компании, ввиду чего при формировании выборки компаний для

эмпирического анализа в качестве ключевого индикатора, отражающего возможности наращивания стоимости компании, было выбрано условие положительного спреда эффективности ($ROCE > WACC$).

Особое значение для реализации цели данной работы имеет изучение теоретических основ исследуемого вопроса, в частности, характеристика основных этапов эволюции теории фирмы в контексте инвестиционной деятельности. В рамках предпосылок неоклассического периода внимание было адресовано фундаментальным факторам, которые слабо подвержены воздействию со стороны собственников и менеджеров.

В ходе дальнейшего развития теории фирмы экономика рассматривается в рамках «фундаментальной неопределенности», главными чертами которой является невозможность количественной оценки (в отличие от риска) и отрицание предпосылки неоклассиков о предсказуемости будущего.

Инвестиционная политика компании проводится в рамках несовершенного рынка, в условиях которого влияние на инвестиционную деятельность не ограничивается лишь фундаментальными факторами из-за наличия транзакционных издержек, описанными в работе Р. Коуза (Coase, 1937)), налогов согласно исследованию Р. Коена (Coen, 1968), Е. Холла и Д. Джоргенсона (Hall & Jorgenson, 1971), субсидий, влияние которых анализировал А. Майшар (Mayshar, 1977), и других институциональных факторов.

С появлением множества работ, подтверждающих наличие агентских конфликтов и, как следствие, издержек в виде потери стоимости, внимание экономистов сместилось к внутренним факторам стоимости, определяющим управленческие решения (см. Рисунок 1). В диссертационной работе выдвинута гипотеза влияния внутренних факторов, в частности, структуры собственности, политики раскрытия информации, мотивационных программ для менеджеров на инвестиционную активность капиталоемких компаний.

Результаты эмпирических исследований показывают, что трансформация таких внутренних параметров управленческих решений, как пакет акций в руках инсайдеров, система и размер вознаграждения, раскрытие информации о деятельности компании и ее инвестиционных решениях может способствовать изменению объемов инвестиций в создание материальных активов компании.

Кроме того, отмечается неоднозначность влияния пакета акций в руках инсайдеров на возможности привлечения капитала и размер финансового рычага, так как, с одной стороны, собственники-инсайдеры могут быть склонны к избыточному заимствованию денежных средств (для использования в личных целях), а с другой стороны, велика вероятность, что следствием «эффекта окапывания» станет пассивная инвестиционная политика,

подразумевающая отказ от реализации выгодных проектов, на которые не хватает собственных средств.

В рамках исследования анализируется конфликт между собственниками и менеджментом, виды агентских издержек, снижающих инвестиционную активность. Охарактеризована российская модель извлечения доходов, как причина конфликта между доминирующими и миноритарными акционерами, инсайдерами и аутсайдерами. В результате автор приходит к выводу о существовании потенциала увеличения инвестиционной активности за счёт решения внутрифирменных конфликтов (к примеру, с помощью увеличения информационной прозрачности, изменения системы вознаграждений).

Таким образом, для реализации поставленных задач необходимо обратиться к зарубежному и отечественному опыту анализа внутренних факторов стоимости, перечисленных выше, (что нашло свое отражение в Главе 2), и разработать модели, описывающие их влияние на инвестиционную активность российских компаний (наглядно представленные в Главе 3).

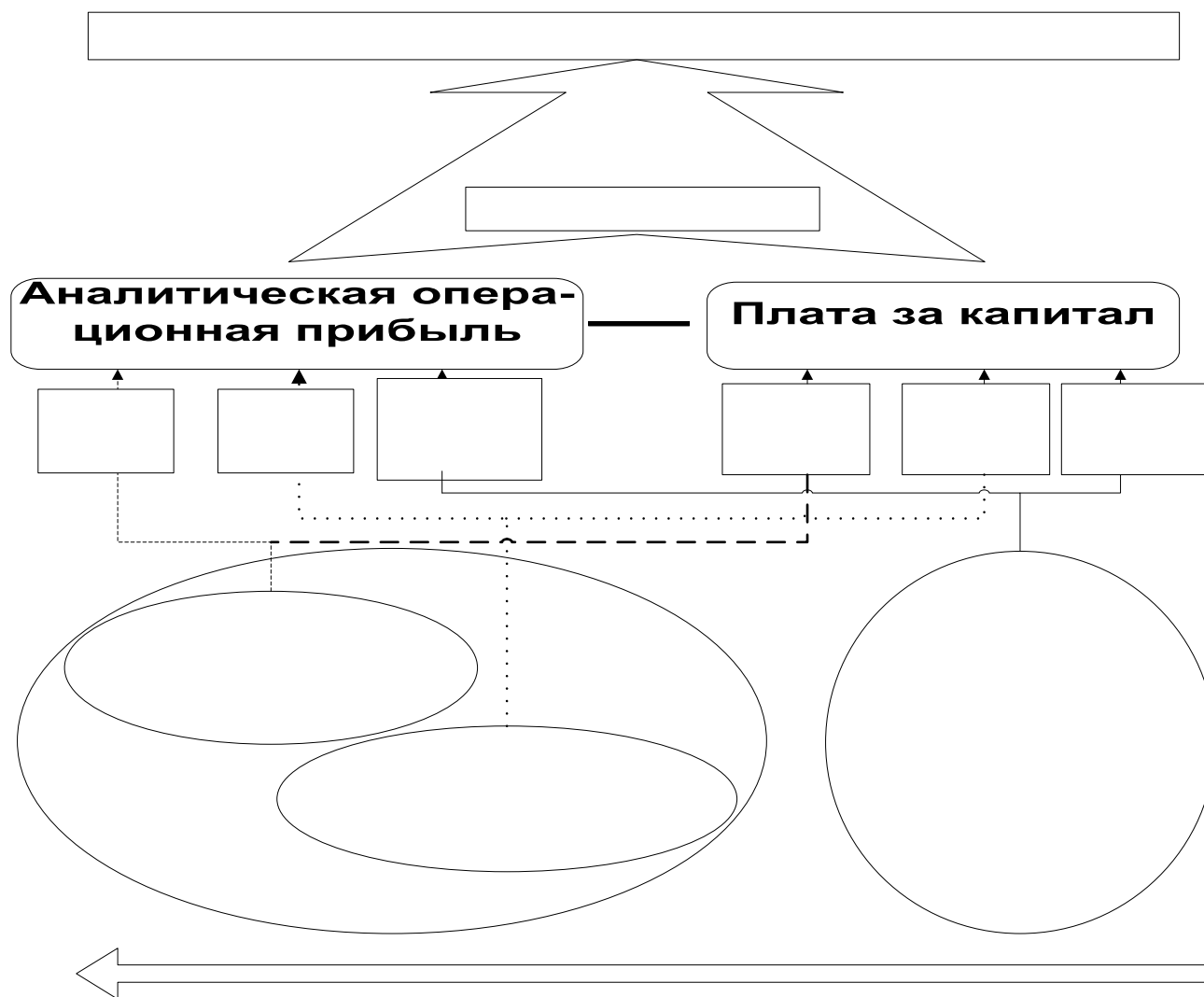


Рисунок 1. Факторы стоимости

Вторая глава диссертационной работы, как уже было отмечено, посвящена анализу существующих исследований российского и западных рынков, в рамках которых среди внутренних параметров, оказывающих воздействие на инвестиционную активность компании, были выделены, главным образом, структура собственности, характеризующаяся концентрацией собственного капитала в руках инсайдеров (менеджмента и совета директоров) и определенными особенностями процесса получения доходов, денежное вознаграждение высшего руководства, а также раскрытие информации.

Концентрация собственного капитала. Российская модель получения дохода имеет свою специфику, заключающуюся в контроле денежного потока компании со стороны доминирующих собственников, что позволяет им извлекать выгоду в ущерб миноритарным собственникам. Проведенное исследование показывает, что вывод денежного потока из компании может осуществляться различными способами (трансфертное ценообразование, финансирование невыгодных проектов, избыточные расходы), причем как менеджментом в его собственных интересах, так и под давлением со стороны крупных акционеров. Результатом анализа эмпирических исследований служит выдвинутая гипотеза об отрицательном влиянии концентрации собственного капитала на инвестиционную активность компании, в рамках проверки которой необходимо учитывать тип доминирующих собственников (инсайдеры или аутсайдеры и т.д.) и характер зависимости (линейный, нелинейный).

Пакет обыкновенных акций в руках инсайдеров. Неоднозначность интенсивности и характера влияния участия инсайдеров в структуре собственного капитала на результаты деятельности компании объясняется наличием двух эффектов: (1) «эффекта сближения интересов» (ситуация, когда менеджмент компании, владея пакетом акций, преследует цели, аналогичные целям остальных собственников) и (2) «эффекта окапывания» (ситуация, когда менеджмент компании, обладающий пакетом акций, использует свою власть в ущерб благосостоянию других собственников). Таким образом, следует диагностировать нелинейный характер влияния данного фактора на инвестиционную активность компании.

Раскрытие информации. В рамках рассмотрения проблемы раскрытия информации о деятельности российских компаний и показателей ее измерения была проанализирована, в частности, методология расчета показателя прозрачности Bureau van Dijk, используемого в базе Ruslana и показателя информационной прозрачности, рассчитываемого агентством S&P по наиболее крупным российским публичным компаниям различных отраслей. Выявленные недостатки первого показателя и расчёт второго лишь для ограниченного числа компаний мотивировали автора к разработке показателя доступной информационной прозрачности

(ПДИП). Результатом рассмотрения эмпирических исследований стала гипотеза о сдерживающем влиянии низкой информационной прозрачности компаний на их инвестиционную активность.

Основной вывод второй главы содержится в гипотезах относительно влияния структуры собственного капитала, вознаграждения, раскрытия информации на инвестиционную активность российских публичных компаний капиталоемких отраслей.

В **третьей главе** диссертационной работы описывается процесс и результаты эмпирического исследования, состоящего из построения ПДИП и моделирования влияния внутренних факторов стоимости на инвестиционную активность российских публичных компаний.

Вычисление ПДИП выполнено на базе информации, доступной в сети Интернет на сайтах компаний, которая включает в себя годовые и ежеквартальные отчеты эмитента. Был выделен ряд критериев, впоследствии сгруппированных в пять компонентов ПДИП: (1) Доступность информации (компонент idstp); (2) Прозрачность качества корпоративного управления (компонент iku); (3) Прозрачность финансовой отчетности компании (компонент ifin); (4) Прозрачность операционной деятельности (компонент ioper); (5) Прозрачность инвестиционной деятельности (компонент iinvest). Значение каждого критерия оценивалось в зависимости от наличия и полноты размещенных на сайте компании данных. Вся собранная информация была переведена в числовое выражение. Значения компонентов показателя (idstp, iku, ifin, ioper, iinvest) были пронормированы от 0% до 100%

Полученные результаты значений показателя и его компонентов приведены ниже (см. Таблицу 1).

Таблица 1. Полученные значения ПДИП и его компонентов

	ПДИП	idstp	iku	ifin	ioper	iinvest
Минимальное значение по выборке	5%	14%	28%	8%	5%	30%
Максимальное значение по выборке	71%	98%	80%	96%	100%	95%
Среднее значение по выборке	31%	63%	54%	30%	59%	51%

Источник: Расчёты автора по оценке информационной прозрачности компаний выборки

Среди критериев первой группы используются такие специфические характеристики, как уровень цитируемости сайта компании в сети Интернет, период его существования, наличие английской версии сайта, удобство интерфейса. Применение этих показателей при расчёте позволяет контрагентам, потенциальным инвесторам и миноритарным акционерам компании оценить «доступность» раскрываемой информации. Предполагается, что если значение компонента доступности сайта (idstp) составляет менее 100%, то не все потенциальные инвесторы, покупатели и поставщики могут ознакомиться с раскрываемой на

его страницах информацией (то есть доля контрагентов, имеющих доступ к ресурсу, измеряется компонентом *idstp*).

Поскольку одна из задач исследования заключается в выявлении внутренних механизмов, оказывающих влияние на инвестиционную активность, предполагается обоснованным использовать метод множественной линейной регрессии, в которой в качестве объясняемой переменной будет выступать количественный показатель объёмов инвестиций (капитальных вложений), а в качестве регрессоров - предполагаемые факторы влияния. Ограниченное количество российских компаний, удовлетворяющих заданным критериям, определило необходимость формирования панельных данных на отрезке 2004-2007, техника анализа которых обладает рядом преимуществ: возможность контроля индивидуальной гетерогенности обследуемых компаний, оценка изменчивости рассматриваемых регрессоров во времени, расширение числа наблюдений и предотвращение смещения агрегированности.

Формирование выборки компаний выполнялось с помощью фильтров базы *Ruslana Bureau van Dijk*. В результате отбора по отраслевому признаку, возрасту и наличию необходимой информации была сформирована выборка из 134 российских публичных компаний. Среди них были выбраны компании, у которых есть ежеквартальные отчеты эмитента и годовые отчеты за 2004-2007 гг. Отбор компаний с положительным спредом ($ROCE > WACC$) стал заключительным этапом формирования выборки, сократившейся в результате до 34 компаний.

Особое внимание было уделено формированию зависимых, независимых и контрольных переменных для проверки выдвинутых во второй главе работы гипотез.

Ниже приведены результаты расчётов, где в качестве зависимой переменной используется отношение капитальных вложений компании к выручке (*срх*). В целях нивелирования влияния размера компании на результаты исследования, величина капитальных вложений берется в относительном выражении. Подобное построение показателя используется, к примеру, в исследовании М. Кинга и Е. Сантора (King, Santor, 2007).

В регрессионном анализе панельных данных использовались такие контрольные переменные, как фиктивные отраслевые и временные переменные (*d_met*, *d_mach* и др.), рост выручки (*s_s*), размер и возраст компании (*ln_ta*, *age*), рейтинги рисков (*ra*).

Необходимо остановиться на независимых переменных, используемых для изучения зависимости инвестиционной активности компании от каждого из значимых внутренних факторов. Так, при анализе влияния концентрации собственного капитала на инвестиционную активность было использовано несколько независимых переменных, а

именно: доля обыкновенных акций в руках крупнейшего акционера ($top1_$); доля в собственности трёх крупнейших акционеров ($top3_$) и доля, принадлежащая трём крупнейшим акционерам, не являющихся инсайдерами ($inst_$). В ходе анализа влияния доли миноритарных акционеров на объем инвестиций, с помощью данных ежеквартальных отчетов эмитентов была выделена суммарная доля собственного капитала в руках акционеров, размер пакета акций каждого из которых не превышает 5% ($minor_$).

В ходе линейного анализа данные о пакете акций в руках совета директоров ($bod_$) и менеджмента ($tm_$) были трансформированы в три переменные, отражающие долю акций в собственности инсайдеров для разных диапазонов, с целью проверки гипотезы о нелинейном характере влияния данного фактора.

Все рассматриваемые компании в своих отчетах предоставляли информацию о том, выплачивается вознаграждение совету директоров или нет, а если да, то указывали размер вознаграждения ($motiv_bod$). Кроме того, в анализе использовалась фиктивная переменная о факте выплаты вознаграждения совету директоров, которая была построена по следующему принципу: $dbod_motiv=1$, если информация о размере вознаграждения менеджмента раскрывается, и $dbod_motiv=0$, если нет.

В процессе регрессионного анализа панельных данных построены четыре регрессии, для каждой из которых была подобрана наиболее адекватная линейная модель среди моделей сквозной регрессии, со случайным и с фиксированным эффектом.

Модель №1 объясняет инвестиционную активность через величину пакета акций в руках совета директоров и миноритарных собственников с учётом контрольных переменных (роста выручки и отраслевой принадлежности и др.). Доля обыкновенных акций, принадлежащая совету директоров, включена в регрессию с нормированным коэффициентом 0,30 (при уровне значимости коэффициента 1%), а суммарная доля обыкновенных акций в руках миноритарных акционеров включена в регрессию с нормированным коэффициентом 0,19 (при уровне значимости коэффициента 5%). Таким образом, подтверждается гипотеза о том, что инвестиционная деятельность сокращается из-за усиления агентского конфликта между доминирующими и миноритарными собственниками.

Модель №2 была построена для детального анализа влияния размера пакета акций в собственности членов совета директоров, который в зависимости от своей величины может оказывать, как положительное, так и отрицательное влияние («эффект сближения интересов» и «эффект окапывания»). В итоге было обнаружено положительное влияние пакета акций членов совета директоров для диапазона от 0 до 2% (значение коэффициента 0,16) и для диапазона от 21% до 72,7% (значение коэффициента 0,27). Полученные результаты следует

интерпретировать как присутствие эффекта «сближения интересов» в указанных выше диапазонах, интенсивность которого различна. В рамках настоящей модели влияние доли в диапазоне от 2% до 21% не определено, что связано с наличием как «эффекта «сближения интересов», так и «эффекта «окапывания» на данном интервале в разных компаниях.

Модель №3 описывает влияние вознаграждения совета директоров и раскрытия информации о нём на инвестиционную активность. Анализ показывает, что факт выплаты вознаграждения совету директоров (часть компаний сообщают в своих отчетах, что выплата вознаграждения совету директоров не предусмотрена) повышает долю капитальных вложений в выручке на 0,29% (уровень значимости 1%). Размер фиксированного вознаграждения совета директоров оказывает отрицательное влияние на инвестиционную активность (значения коэффициента -0,15, уровень значимости 10%).

В результате анализа различных спецификаций **модели №4**, характеризующей влияние доли собственного капитала доминирующих собственников на инвестиционную активность с учётом их типа (инсайдер/аутсайдер), была выявлена наибольшая адекватность той регрессии, в которой доля доминирующих собственников описывается показателем суммарной доли трёх крупнейших акционеров при отсутствии среди них инсайдеров. Значение нормированного коэффициента для этого фактора составляет -0,32, что, в свою очередь, согласуется с результатами Моделей №1 и №2.

В целях проверки выдвинутых ранее гипотез о нелинейной зависимости инвестиционной активности от концентрации структуры собственности и доли акций, принадлежащих инсайдерам, был выполнен нелинейный регрессионный анализ, что обосновывает существование соответствующих двух моделей, в результате поиска подходящей спецификации которых, была получена экспоненциальная форма.

Модель №5 (нелинейная). Согласно данной модели, инвестиционная активность экспоненциально убывает с ростом размера пакета акций доминирующего акционера-аутайдера. Полученный тип зависимости объясняется сокращением «выгод» от игнорирования интереса миноритариев наряду с уменьшением их доли в структуре собственности.

Модель №6 (нелинейная) показывает, что прямая зависимость инвестиционной активности от доли обыкновенных акций в руках членов совета директоров не согласуется с наличием «эффекта окапывания» инсайдеров, а свидетельствует об «эффекте сближения», сила которого увеличивается с концентрацией обыкновенных акций в руках инсайдеров.

В работе также анализируются факторы, влияющие на соотношение собственных и заемных источников инвестиций. Полученные результаты свидетельствуют о

положительном влиянии рентабельности продаж (ROS) и размера пакета акций в руках членов совета директоров на долю собственных средств в структуре капитала. Кроме того, было выявлено, что для компаний с низким финансовым рычагом характерно присутствие генерального директора в составе совета директоров в качестве председателя.

Интерпретация данных об инвестиционной активности с помощью полученных моделей регрессионного анализа. Далее на примере ОАО «Свердловский завод трансформаторов» наглядно продемонстрирован вклад внутренних факторов модели в определение инвестиционной активности этой компании. Так, ниже представлен график (Рисунок 2), отражающий фактические значения инвестиционной активности и регрессионную оценку моделей. Прямоугольники с надписью «Модель №» описывают величину дополнительного вклада внутренних факторов к объясняющей силе фактора «рост выручки».

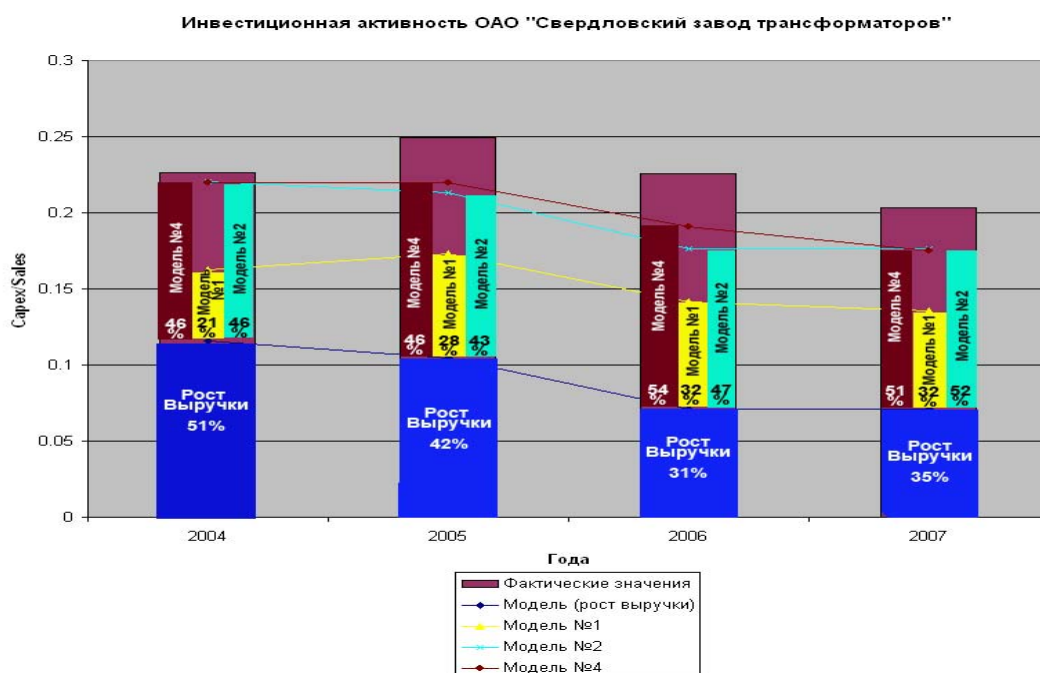


Рисунок 2. Инвестиционная активность ОАО «Свердловский завод трансформаторов»

Высокая объясняющая сила моделей №4 и №2 обусловлена тем, что основные изменения в рассматриваемой компании происходили в доле собственных акций членов совета директоров (bod_ изменялся за рассматриваемый период в диапазоне от 58% до 72%) и доле трёх крупнейших акционеров (inst_ изменялся за рассматриваемый период в диапазоне от 13% до 24%).

Оценка корректирующего влияния на инвестиционную активность внутренних факторов на примере анализа двух компаний. Были выбраны две компании из отрасли машиностроения, в 2004 г. имевшие примерно одинаковые значения показателей

инвестиционной активности и рассматриваемых внутренних факторов стоимости (см. Таблицу 2). В 2005-2006 гг. в обеих компаниях наблюдалось сокращение выручки, но, тем не менее, изменения в объёмах инвестиций носят противоположный характер. Относительный объём инвестиций (6% для обеих компаний в 2004 г.) был скорректирован в ОАО «Пензтяжпромарматура» (далее ОАО «ПТПА») до 13,5% (рост в 2,2 раза), а в ОАО «Тихорецкий машиностроительный завод им. В. В. Воровского» (далее ОАО «ТМЗВ») до 0,5% (сокращение в 12 раз). К 3 кварталу 2008 г. в ОАО «ТМЗВ» инвестиционная активность восстанавливается практически до уровня 2004 г., а в ОАО «ПТПА» продолжает расти.

Таблица 2. Объём инвестиций и значения внутренних факторов для ОАО «ПТПА» и ОАО «ТМЗВ»

Название компании	Год	срх	ROCE	top1_	top3_	tm_	bod_	Minor_
ОАО «Пензтяж-промарматура»	2004	0.053	0.187	0.208	0.535	0.059	0.221	0.269
ОАО «Тихорецкий машиностроительный завод им. В. В. Воровского»	2004	0.065	0.291	0.185	0.489	0.255	0.200	0.365
ОАО «Пензтяж-промарматура»	2006	0.135	0.232	0.496	0.854	0.496	0.638	0.086
ОАО «Тихорецкий машиностроительный завод им. В. В. Воровского»	2006	0.005	0.281	0.666	0.743	0.105	0.119	0.059
ОАО «Пензтяж-промарматура»	2008/3	0.148	0.211	0.455	0.860	0.455	0.190	0.080
ОАО «Тихорецкий машиностроительный завод им. В. В. Воровского»	2008/3	0.048	0.275	0.290	0.596	0.00	0.108	0.298

Источник: Расчеты автора

Причиной обозначенных тенденций могут выступать рассматриваемые в работе внутренние факторы стоимости. В частности, за указанный период в обеих компаниях произошли существенные изменения в структуре капитала: сокращение доли в капитале миноритарных акционеров (minor_%), рост числа обыкновенных акций, принадлежащих трём крупнейшим собственникам. Однако в ОАО «ПТПА» усиление концентрации обыкновенных акций в руках трёх крупнейших собственников вызвано ростом доли акций в руках членов совета директоров, а в компании ОАО «ТМЗВ» – в руках аутсайдеров. Перераспределение обыкновенных акций между менеджментом и советом директоров ОАО «ПТПА» по состоянию на 3 квартал 2008 г. не оказывает отрицательного воздействия на инвестиционную активность компании, а сокращение доли доминирующего акционера и

рост доли капитала в собственности миноритарных акционеров в ОАО «ТМЗВ» сопровождается увеличением инвестиционной активности.

Рассчитанный в диссертационной работе показатель информационной прозрачности для ОАО «ПТПА» составил 55,5%, а для ОАО «ТМЗВ» - 33,2%, что не противоречит гипотезе о положительном влиянии информационной прозрачности компании на инвестиционную активность. Полученные результаты свидетельствуют о том, что, несмотря на аналогичное сокращение выручки из-за падения спроса на продукцию отрасли (фундаментальный фактор), инвестиционная активность может быть скорректирована в значительной мере за счёт изменений внутренних факторов стоимости.

В работе было выявлено положительное влияние практики раскрытия информации относительно внутренних элементов корпоративного управления (компонент *iku*) на инвестиционную деятельность компании. В процессе формирования показателя отдельное внимание было уделено информационной прозрачности инвестиционной деятельности компании, предполагающей раскрытие сведений, касающихся инвестиционной политики на ближайшие годы. Компании, открыто предоставляющие информацию о таких изменениях как планируемое расширение производства, покупка оборудования или вывод на рынок новых продуктов, сроках реализации и ожидаемой эффективности данных проектов, характеризуются сравнительно более высоким уровнем инвестиционной активности. Кроме того, было определено положительное воздействие ПДИП на размер выручки, которое объясняется доступностью информации о компании всем действующим и многим потенциальным поставщикам и клиентам.

Необходимо отметить общее соответствие полученных результатов выводам, сделанным аналитическим агентством S&P на основании расчётов ежегодного рейтинга информационной прозрачности в 2006-2008 гг.

3. ОСНОВНЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ И ВЫВОДЫ РАБОТЫ.

1. Выполненная в диссертационной работе систематизация статистических данных и анализ результатов опросов руководителей отечественных компаний за 2000-2008 гг. выявляет проблему высокого износа в капиталоемких отраслях российской экономики. Финансовые вложения значительно превышают объем инвестиций в нефинансовые активы, что свидетельствует о слабой мотивации собственников способствовать развитию компании с помощью создания и обновления активов. Использование устаревших технологий и изношенного оборудования ведет к относительно более высоким издержкам и неудовлетворительному, по сравнению с европейскими производителями, качеству

выпускаемой продукции. Результаты опросов показывают, что потребители склонны приобретать импортные машины и оборудование взамен отечественных аналогов. Данные выводы подтверждают актуальность исследования факторов, оказывающих корректирующее влияние на инвестиционную активность компании, которая способствует её органическому росту.

2. Анализ российских и западных исследований позволяет говорить о наличии детерминант, которые оказывают эндогенное воздействие на объём инвестиций в создание материальных активов компании и в результате – на её стоимость. Кроме того, отечественные исследователи отмечают характерное наличие конфликтов интересов среди акционеров и низкую информационную прозрачность российских компаний, что подтверждает актуальность рассмотрения инвестиционной деятельности в контексте влияния внутренних факторов, в качестве основных из которых следует рассматривать структуру собственного капитала, уровень информационной прозрачности компании и принятую систему вознаграждения членов совета директоров.

3. Изучение сформированного массива данных позволило разработать регрессионные модели, на основании анализа которых получены следующие выводы о влиянии внутренних факторов стоимости на инвестиционную активность российских компаний:

а. Взаимосвязь инвестиционной активности и концентрации собственности в руках аутсайдеров

– Концентрация собственного капитала, измеренная долей обыкновенных акций в руках трех самых крупных акционеров (доля каждого по отдельности составляет более 5%; инсайдеры среди них отсутствуют), оказывает отрицательное воздействие на инвестиционную активность.

– Диагностирована отрицательная нелинейная зависимость инвестиционной активности от размера самого крупного пакета акций, принадлежащего одному акционеру (доля доминирующего акционера), который также не является инсайдером. Таким образом, было выявлено, что с ростом величины такого пакета конфликт интересов с миноритарными акционерами ослабевает. Это объясняется тем, что с уменьшением объема акций, сосредоточенных в руках миноритарных акционеров, сокращается заинтересованность в незаконном использовании доходов миноритариев доминирующим собственником.

Выводы в целом согласуются с результатами эмпирических работ, содержащих анализ российских данных, и подтверждают предположение о злоупотреблении контролем над денежным потоком со стороны доминирующих собственников в ущерб миноритарным

акционерам, развитию и росту стоимости компании. Отличительной особенностью диссертационного исследования является применение регрессионного подхода с использованием панельных данных (за 2004-2007гг.), дополнительных критериев эффективности для формирования выборки и нелинейных методов регрессионного анализа.

b. Влияние на инвестиционную активность фактора концентрации собственности в руках инсайдеров:

– Построенная регрессионная модель позволяет определить положительное влияние на инвестиционную активность компании пакета акций, принадлежащего членам совета директоров, в случае, когда его размер находится в диапазоне до 2% или выше 21%. Для пакета акций в диапазоне от 2% до 21% наблюдается как «эффект окапывания», так и «эффект сближения интересов» взаимно компенсирующие друг друга.

– Результаты нелинейного моделирования демонстрируют тенденцию возрастания инвестиционной активности в зависимости от размера пакета акций в собственности членов совета директоров, что подразумевает усиление конвергенции их интересов с интересами других собственников компании.

– Анализ источников инвестиций показал, что размер пакета акций в руках членов совета директоров оказывает положительное влияние на долю собственных средств в структуре капитала. Характерно усиление данной зависимости для компаний, председателем совета директоров которых является генеральный директор.

c. Взаимосвязь инвестиционной активности и вознаграждения членов совета директоров.

Влияние на инвестиционную активность фиктивной переменной, отражающей факт выплаты/невыплаты вознаграждения членам совета директоров, носит отрицательный характер. Так, отсутствие выплат вознаграждения, вероятно, является негативным сигналом для инвесторов, воспринимающих совет директоров в качестве «формального» органа в компании. В то же время, инвестиционная активность находится в отрицательной зависимости от размера фиксированного (денежного) вознаграждения совета директоров. Полученные выводы могут объясняться тем, что чем выше фиксированное вознаграждение членов совета директоров, тем они менее мотивированы к выполнению своих обязанностей, что и выражается, в частности, в сравнительно более низком уровне инвестиционной активности, направленной на обновление и создание активов.

d. Влияние на инвестиционную активность раскрытия информации.

Анализ ПДИП, разработанного и рассчитанного в диссертационной работе для компаний выборки, продемонстрировал положительную корреляцию раскрываемой

информации с инвестиционной активностью и размером выручки компании. Данный результат показывает, что с помощью увеличения прозрачности компании, снижающей асимметрию информации между менеджментом, собственниками, потенциальными инвесторами, инвестиционными аналитиками, стимулируется инвестиционная активность компании.

Представленные выводы о влиянии внутренних факторов были получены на основании анализа выборки компаний с положительным спрэдом доходности, что позволяет выявить механизмы, способствующие замедлению темпов оттока капитала из компаний, имеющих потенциал создания стоимости в существующей сфере деятельности.

В заключении необходимо отметить практическое значение разработанных в диссертационном исследовании **рекомендаций**, которые могут быть полезны группам стейкхолдеров, заинтересованных в развитии инвестиционной деятельности компании:

а) **Инвестиционным аналитикам.** Выявленные закономерности влияния на инвестиционную активность российских публичных компаний таких факторов, как структура собственного капитала, система вознаграждения и информационная прозрачность, способствуют расширению и уточнению методологии оценки инвестиционных возможностей компании и потенциала роста её стоимости. При анализе инвестиционной деятельности фирмы необходимо учитывать отрицательное влияние ее низкой информационной прозрачности и системы высоких фиксированных вознаграждений членов совета директоров. В компаниях, для которых характерно отсутствие среди собственников акционера-аутсайдера с большим пакетом акций, сравнительный объём инвестиций в обновление и модернизацию активов выше. Данный вывод, подтверждаемый расчетами, изложенными в диссертации, основан на предположении, что при высокой концентрации собственного капитала в руках аутсайдеров, собственник-аутсайдер решает собственные (личные) задачи за счет денежных средств компании, перекладывая проблемы недоинвестирования и потери стоимости на других (миноритарных) собственников. Полученные линейные и нелинейные зависимости позволяют рассчитать корректирующий эффект от изменения вышеперечисленных внутренних факторов на инвестиционную активность компании.

б) **Инвесторам (потенциальным собственникам).** Подтвержденные результатами эконометрических расчётов, выводы о влиянии структуры собственного капитала, вознаграждения инсайдеров, раскрытия информации о тех или иных элементах деятельности компании, могут использоваться инвесторами при выборе объекта инвестирования после анализа финансовых показателей. Выявленные линейные и нелинейные зависимости дают

возможность сравнения аналогичных компаний, различающихся параметрами структуры собственности, степенью раскрытия информации. Согласно полученным результатам, инвесторам рекомендуется изучить текущий состав акционеров и по возможности избегать инвестиций в компании, большой пакет акций которых находится в руках акционеров-аутсайдеров. Также следует обращать внимание на величину доли обыкновенных акций в собственности членов совета директоров, учитывая, что данный показатель, согласно проведенному исследованию должен варьироваться в диапазоне до 2% или сверх 21%.

Кроме того, инвесторам следует помнить, что высокий размер фиксированного вознаграждения совета директоров или его полное отсутствие отрицательно сказывается на инвестиционной активности компаний. Разработанная методика расчёта индекса информационной прозрачности позволяет оценить уровень раскрытия информации российскими публичными компаниями. Рекомендуется отдавать предпочтение компаниям с высоким значением индекса информационной прозрачности, так как, согласно результатам исследования, высокая информационная прозрачность положительно влияет на инвестиционную активность и выручку компаний.

в) Собственникам компаний. Собственники могут оценить возможные улучшения при изменении внутренних факторов, ощутимо влияющих на инвестиционную активность. К примеру, по оценкам модели, рост доли совета директоров в собственном капитале компании от 1% до 2% приведёт к росту инвестиционной активности компании на 0.09%. Следует учитывать, что в рамках исследования диагностируется преобладание собственных средств в структуре капитала компаний с ростом размера пакета акций в руках инсайдеров. Разработанные модели позволяют оценить динамику инвестиционной активности компании в зависимости от изменения уровня информационной прозрачности и системы вознаграждения членов совета директоров. Анализ информационной прозрачности в области раскрытия данных об инвестиционной политике констатирует, что в отчетах необходимо детально описывать планы инвестиционной деятельности компании, а именно сроки реализации, источники финансирования и ожидаемый эффект от реализации проектов.

Применение рекомендаций, разработанных в рамках диссертационного исследования, позволяет миноритарным собственникам, чьи интересы подвержены ущемлению со стороны доминирующих акционеров, с помощью дополнительного инструментария диагностики влияния внутренних факторов, найти наиболее подходящую компанию для инвестиций. Собственникам, владеющим крупными пакетами акций, которые не желают непосредственно участвовать в управлении компанией, следует диверсифицировать свои вложения. Данные расчетов по модели показывают, что наличие крупной доли в руках собственника, если он не

является инсайдером, приводит к снижению инвестиционной активности, что может объясняться развитием агентского конфликта, выражающегося в ущемлении интересов миноритарных акционеров или неэффективности использования денежного потока менеджментом компании, неподконтрольным собственнику-аутсайдеру.

СПИСОК ПУБЛИКАЦИЙ ПО ТЕМЕ ДИССЕРТАЦИИ

Основные положения диссертации отражены в 4 опубликованных работах общим объёмом 3.3 п.л.:

Работы, опубликованные в ведущих рецензируемых научных журналах, рекомендованных ВАК Министерства образования и науки РФ:

1. Удальцов В.Е. Влияние нефундаментальных факторов создания стоимости на инвестиционное поведение компаний российского рынка / В.Е. Удальцов // Аудит и Финансовый анализ. – 2008. - №2. – С. 315–322. – 1,1 п.л.
2. Удальцов В.Е. Влияние структуры собственности на инвестиционную активность российских компаний / В.Е. Удальцов // Аудит и Финансовый анализ. – 2008. - №5. – С. 301–312. – 1,15 п.л.

Другие работы, опубликованные автором по теме диссертационного исследования:

3. Удальцов В.Е. Денежное стимулирование менеджмента компании на базе стоимостных показателей / В.Е. Удальцов // сборник статей участников 3-й межвузовской конференции молодых ученых: "Корпоративные финансы: перспективы и реальность. Управление стоимостью компании.". – М.: Издательский дом ГУ-ВШЭ, 2006. – С. 111-118. – 0,45 п.л.
4. Удальцов В.Е. Система мотивации в компании и принципы её построения / В.Е. Удальцов // сборник статей аспирантов 2006 № 2. – М.: Издательский дом ГУ-ВШЭ, 2006. – С. 199–210. – 0.6 п.л.

Лицензия ЛР № 020832 от 15 октября 1993 г.

Подписано в печать 22 мая 2009 г. Формат 60x84/16

Бумага офсетная. Печать офсетная.

Усл. печ. л. 1,2.

Тираж 100 экз. Заказ №

Типография издательства ГУ-ВШЭ

125319, г. Москва, Кочновский пр-д., д. 3