

## СВЯЗЬ СТРУКТУРЫ СОБСТВЕННОСТИ И РЕЗУЛЬТАТИВНОСТИ ВЫСОКОТЕХНОЛОГИЧНЫХ КОМПАНИЙ<sup>1</sup>

*В статье на основе данных высокотехнологичных компаний Восточной и Западной Европы анализируется связь параметров структуры собственности и некоторых факторов корпоративного управления с результативностью компаний, а также изучаются устоявшиеся шаблоны структуры собственности успешных компаний. Показано, что на начальной стадии развития компаний более благоприятной моделью структуры собственности является «Единоличный лидер и единомышленники», а на второй стадии развития, когда компания становится крупным бизнесом, более приоритетной моделью выступает «Команда-лидер» с менее концентрированным уровнем собственности<sup>2</sup>.*

**Обзор литературы и формирование гипотез исследования.** В ежегодном исследовании российского рынка технологического предпринимательства «Барометр 2019» [1] отмечается, что от 76 до 100% основателей сохраняют доминирующую долю владения в своей компании. Кроме того, примерно 30% респондентов сохраняют за собой от 50 до 75% доли в стартапе. Оставшиеся респонденты не имеют контрольного пакета в бизнесе, что характерно для случаев с крупным непрофильным инвестором проекта, который забирает большую долю для снижения собственных рисков. При этом исходное видение и реализация идеи основателем являются ключевыми составляющими успеха на ранних этапах жизненного цикла компании, когда основатель, естественно, играет центральную роль. Однако ситуация может меняться по мере роста стартапа. Количественный анализ более чем 6 тыс. американских стартапов [2] показал, что с 2005 по 2012 г. компании, в которых основатель сохранял контроль (большинство – в совете директоров или в должности генерального директора), имеют значительно более низкую оценку стоимости, чем те, в которых основатель отказывался от контроля (в среднем оценка стартапа ниже на 17,1-22,0%). Данный эффект более характерен для стартапов, которые старше трех лет. Таким образом, основная дилемма для основателя заключается в поиске компромисса между привлечением необходимых для роста стартапа ресурсов и возможностью сохранять контроль над принятием ключевых решений в компании [2].

Как правило, компании финансируются из трех источников: внутренних средств, долговых средств и долевого капитала. Согласно теории иерархии (Pecking order theory, POT) предприятия придерживаются определенного порядка финансирования, предпочитая вначале использовать внутреннее финансирование, затем привлекать долговые обязательства и наконец, использовать внешнее финансирование (привлечение новых собственников в компанию) [3]. Однако, как показывает анализ эмпирических работ, данные положения в меньшей степени относятся к высокотехнологичным отраслям. Инновационные фирмы, исчерпав собственные средства, вынуждены искать внешние средства финансирования, причем более склонны привлекать доленое финансирование (акционерный капитал), а не заемный капитал. Одной из причин является стремление предпринимателей получить доступ к тем компетенциям и знаниям акционеров [4], которых нет у банков. В этом отношении они отличаются от традиционного малого и среднего бизнеса, а также не соответствуют поло-

<sup>1</sup> Статья подготовлена в рамках НИР «Развитие механизмов создания компаний - национальных чемпионов как ключевого элемента реализации стратегии экосистемы ИТ и интернет-«предпринимательства», реализуемой по заказу и в интересах Фонда развития интернет-инициатив (договор № 3/8-19-ЕП от 20 мая 2019 г.)

<sup>2</sup> Автор благодарит за полезные комментарии руководителя направления анализа денежно-кредитной политики и банковского сектора ЦМАКП О.Г. Солнцева.

жениям классической теории РОТ [5]. Кроме того, поскольку инновационные фирмы зачастую характеризуются более высоким уровнем риска, кредитный рынок не всегда может обеспечить адекватную финансовую поддержку на первоначальных этапах, поскольку нередко не обладает необходимыми механизмами оценки и мониторинга [6]. В свою очередь венчурные капиталисты и бизнес-ангелы молодых высокотехнологичных компаний являются как раз теми инвесторами, которые обладают развитыми компетенциями в понимании и развитии инноваций [3].

На основе описательных статистик выборки из 416-ти отечественных стартапов «Сколково» из кластеров «Ядерный» и «Космический» и опроса «Стартбарометр» из 300 ИТ-предпринимателей ранее было показано [7], что стартапы с разными характеристиками привлекают разные типы инвесторов (государственные институты развития, корпоративные инвесторы, венчурные фонды и члены семьи), что впоследствии отражается и на структуре собственности компаний. В частности, корпоративные инвесторы, как правило, стараются сохранять более высокий уровень контроля над стартапами по сравнению с другими инвесторами. Кроме того, размер доли владения для всех типов владельцев (кроме членов семьи) отрицательно коррелирует с долей владения в структуре собственности руководителя Chief Executive Officer (CEO) [7].

Во множестве исследований роль структуры собственности в работе фирмы стала одной из центральных проблем корпоративного управления. Процесс разделения собственности и управления [8] привел к ситуации появления в компании многих заинтересованных сторон с несопадающими целями, что в свою очередь порождает ряд потенциальных конфликтов и издержек [9]. В агентских отношениях надлежащие внутренние и внешние механизмы корпоративного управления должны позволить разрешить проблему несоответствия целей владельцев («принципалов») и менеджеров («агентов») [10; 11]. Среди внутренних механизмов выделяются мониторинг менеджеров со стороны совета директоров (в том числе смена неэффективного руководителя), формирование коалиции миноритарных акционеров, а также дивидендная политика [12]. В качестве основных внешних механизмов корпоративного управления выступают финансовый рынок, рынок слияний и поглощений, а также институт банкротства юридических лиц [13]. Стоит обратить внимание, что в случае неработоспособности этих механизмов корпоративного управления в качестве альтернативы могут выступать концентрация собственности, а также выполнение основателем фирмы функций генерального директора [11].

В малых и средних предприятиях (*далее* – МСП) зачастую учредители и владельцы выступают в роли генерального директора, что несколько смягчает «принципал-агент» конфликт. В случае единоличного владения и управления фирмой данный вид конфликта перестает иметь значение естественным образом. Так, в некоторых работах показана положительная связь прибыльности фирм и совмещения в них функций владения и управления одним человеком [14]. Заинтересованность руководителей-учредителей (например, в семейных фирмах) в поддержании репутации и долгосрочном развитии бизнеса может побуждать их избегать оппортунистических действий. При этом результаты современных работ, посвященных метаанализу связи концентрации собственности и результатов деятельности компаний на развивающихся рынках [15; 16], показывают, что ответ на вопрос об оптимальном уровне концентрации собственности не является однозначным. Одним из объяснений неоднозначных результатов может быть различие мотивов разных типов акционеров в рамках стратегии развития компании, степень терпимости к величине риска, а также разные периоды удержания инвестиций («принципал-принципал»

конфликт) [17; 18]. Во многих странах с незрелым финансовым рынком и со слабой правовой системой, которая не обеспечивает адекватной защиты прав собственности миноритарных акционеров, довольно часто даже самые эффективные фирмы имеют высококонцентрированную структуру собственности [10; 19]. В России данная ситуация получила широкое распространение по итогам проведения приватизации 1990-х годов (см., например, [20-23]). На основе теоретического обзора в рамках данного исследования мы выдвигаем и впоследствии тестируем *первую базовую гипотезу (H1): уровень концентрации собственности статистически связан с вероятностью финансовой успешности компаний.*

Связь между управленческой собственностью и эффективностью фирмы была также проанализирована в работе [9], содержащей гипотезу о том, что управленческая собственность является важным механизмом для согласования интересов менеджеров и акционеров. Результаты одной из современных работ [24] на примере итальянских высокотехнологичных предпринимательских фирм также показывают, что число собственников-управленцев оказывает положительное влияние на результаты деятельности фирм, тогда как влияние числа собственников, которые не занимают должности директора или менеджера, незначительно. Поэтому в данной работе выдвигается *вторая базовая гипотеза (H2): величина управленческой собственности статистически связана с вероятностью финансовой успешности компаний.*

На начальном этапе у стартапа могут отсутствовать ресурсы в трех основных областях: человеческий капитал, социальный капитал и финансовый капитал [25]. Для повышения обеспеченности ресурсами и компетенциями основные учредители фирмы могут привлекать соучредителей или инвесторов. Учредители, которые не привлекли капитал от внешних инвесторов, скорее всего, будут контролировать все решения совета директоров, что может привести к отсутствию «капитала совета директоров», а также - дисциплины, вследствие мониторинга с их стороны [26]. Что касается размера совета директоров, то его существенная численность может либо добавить значительно больше ресурсов и компетенций в работу компании, либо обострить проблему «безбилетного проезда» (слабая эффективность деятельности из-за распределенной ответственности). На основе данных положений можно сформулировать *третью базовую гипотезу (H3): размер совета директоров и численность совладельцев статистически связаны с вероятностью финансовой успешности компаний.*

Кроме того, в работе протестирована гипотеза о том, что *степень вовлеченности иностранных собственников и государства в структуру собственности компаний статистически связана с вероятностью ее успешности (четвертая базовая гипотеза (H4)). Также будет статистически проверено существование наиболее благоприятных моделей (шаблонов) структуры собственности компании для вероятности ее успешности (пятая базовая гипотеза (H5)).*

Таким образом, в процессе формирования гипотез исследования о связи структуры собственности и результативности компаний изучались современные эмпирические работы, выполненные на основе данных как развитых, так и развивающихся стран (см. напр., [27-29]). Поскольку в развивающихся странах увеличивается количество непубличных частных компаний, которые стремятся получить доступ к рынкам капитала, возрастает также интерес к анализу наиболее благоприятной модели структуры собственности.

**Формирование выборки компаний для анализа.** В работе изучались данные высоко- и средне-высокотехнологичных компаний Западной и Восточной Европы в 2018 г. в соответствии с классификацией ОЭСР [30] о степени технологичности компаний (доля затрат на НИОКР в выручке компании). При формировании анали-

зируемой выборки по отраслевому идентификатору Евростата (NACE Rev. 2) использовались следующие фильтры: статус европейских компаний (активный, не находятся в стадии реорганизации или банкротства); год основания компании не ранее 2009 г.; компания не торгуется на бирже.

В процессе исследования проанализированы показатели 23-х европейских стран (включая Россию), а общее число обследованных компаний в выборке составила 24271 компания с финансовыми данными за 2018 г. (источник – базы данных Amadeus от Bureau van Dijk, см. табл. 1). Для качественного применения аналитических методов и проверки выдвинутых гипотез использовался подход полноты необходимых данных.

Анализ литературы показал, что чаще всего при оценке взаимосвязей между результативностью компании и структурой собственности в качестве зависимой переменной используется рентабельность активов (ROA) и коэффициент Тобина  $q$ , который выступает мерой рыночной стоимости компании [31; 14]. Так как в данной работе изучаются непубличные компании, нами используется показатель рентабельности активов (ROA). Важно отметить, что предварительно компании на основе объема выручки от продаж были разделены на две группы (№ 1 «МСП» и № 2 «Крупные компании»). Таким образом, к группе «МСП» относятся те компании из выборки (20013 компаний), у которых величина выручки от продаж на конец года не превышает 2 млрд. руб.<sup>3</sup> (для европейских стран перевод данной точки отсечения проводился по паритету покупательной способности по состоянию на 2018 г.). Соответственно в группу «Крупные компании» были отнесены все 865 компаний, у которых объем выручки превышает 2 млрд. руб. Кроме того предпринималась попытка разбиения компаний не на две, а на три группы, где третья группа характеризовалась бы компаниями с выручкой, превышающей 10 или 40 млрд. руб. Однако недостаточно большая численность таких компаний в изучаемой выборке не позволила выполнить для них статистическую проверку гипотез.

За критерий успешности компании внутри группы принято превышение среднего значения рентабельности активов по данной группе. Таким образом, зависимая переменная кодировалась бинарным классификатором: 1 – ROA компании превышает среднее значение ROA компаний внутри соответствующей группы; 0 – иначе.

На основе анализа основных подходов, принятых в литературе, к измерению уровня концентрации собственности в нашем исследовании было решено остановиться на порогах, которые включались в модели в виде *dummy*-переменных (низкая концентрация собственности – менее 25%; средняя концентрация собственности – от 25 до 50%, высокая концентрация собственности – более 50%) и использовались, например, в работе [22].

Дополнительно в рамках тестирования гипотез о структуре собственности в качестве объясняющих переменных использованы следующие метрики: (1) максимальная доля владения среди совладельцев, а также (2) доля владения второго крупнейшего собственника.

В свою очередь для проверки гипотезы эффекта совмещения функций владения и управления в данной работе использованы три альтернативных прокси-показателя: (1) совокупная доля владения директорами и менеджерами; (2) максимальная доля владения среди директоров-владельцев; (3) доля второго крупнейшего директора-владельца.

<sup>3</sup> Граница МСП по доходам установлена в соответствии с Постановлением Правительства Российской Федерации от 4 апреля 2016 г. № 265.

Таблица 1

Описательные статистики переменных из выборки европейских компаний двух размерностных групп (№ 1 «МСП» и № 2 «Крупные компании»)

Переменная	Группы	шт.	min	max	mean	median	sd
Возраст компании, лет	1	23177	0,0	14,0	7,9	8,0	3,6
	2	1094	1,0	14,0	9,0	9,0	3,6
Число сотрудников	1	21208	0,0	1500,0	36,0	19,0	59,2
	2	982	1,0	20540,0	480,8	256,5	996,1
ROA, %	1	23177	-73,5	88,0	9,9	5,8	20,5
	2	1094	-70,7	82,1	7,0	5,0	14,5
Коэффициент текущей ликвидности	1	22110	0,0	12,7	2,0	1,4	1,8
	2	1077	0,1	11,0	1,8	1,3	1,5
Натуральный логарифм совокупных активов	1	22992	3,3	12,5	7,9	7,8	1,4
	2	951	6,2	12,7	11,2	11,2	0,7
Темп роста совокупных активов	1	20952	0,0	4,8	1,3	1,1	0,5
	2	1022	0,2	4,4	1,2	1,1	0,4
Средний темп роста выручки за последние три года	1	20565	0,4	7,5	1,5	1,2	0,9
	2	1017	0,6	6,7	1,4	1,1	0,8
Численность совета директоров, шт.	1	22976	0,0	12,0	2,2	1,0	1,9
	2	1039	1,0	12,0	3,8	3,0	2,8
Численность собственников, шт.	1	23040	1,0	20,0	2,1	2,0	1,8
	2	1086	1,0	19,0	1,9	1,0	1,5
Максимальная доля владения среди собственников, %	1	23177	1,8	100,0	80,0	100,0	25,7
	2	1094	2,6	100,0	92,8	100,0	17,3
Доля второго крупнейшего собственника, %	1	16637	0,0	50,0	18,8	16,3	18,4
	2	932	0,0	50,0	5,6	0,0	12,4
Совокупная управленческая собственность, %	1	23177	0,0	100,0	35,9	0,0	42,8
	2	1094	0,0	100,0	5,2	0,0	20,2
Максимальная доля владения среди владельцев-управленцев, %	1	14265	0,0	100,0	50,4	50,0	38,7
	2	496	0,0	100,0	9,8	0,0	25,7
Вторая крупнейшая доля владения среди владельцев-управленцев, %	1	3057	0,0	50,0	28,5	29,3	16,0
	2	31	0,2	50,0	21,0	19,5	17,1
Совокупная доля иностранных собственников, %	1	23177	0,0	100,0	16,2	0,0	35,9
	2	1094	0,0	100,0	47,6	8,1	49,1
Доля государственной собственности, %	1	23177	0,0	100,0	0,2	0,0	3,7
	2	1094	0,0	100,0	0,6	0,0	7,1

Источник: расчеты автора.

Анализ описательных статистик показателей структуры собственности и проверка частных гипотез позволили сформировать и проверить перекрестные эффекты существования и связи моделей (шаблонов) структуры собственности с успешностью компании внутри своей группы размерности (табл. 1). Так, в работе были выделены три возможных шаблона:

- модель № 1. «Единоличный лидер и группа единомышленников» (максимальная доля владения среди собственников-управленцев - более 25%, а число собственников-управленцев - не менее 3);

- модель № 2. «Единоличный лидер» (максимальная доля среди собственников-управленцев превышает 50%, контрольный пакет сосредоточен в руках управляющего директора);

- модель № 3. «Команда-лидер» (отсутствует контролирующий владелец; имеются более трех собственников в компании, как минимум два из которых являются также директорами в компании).

На основе изучения соответствующей литературы был составлен Перечень контрольных финансовых переменных для разработки эконометрических моделей. В финальную спецификацию логит-моделей включены: размер компании (натуральный логарифм совокупных активов), доступность внешнего финансирования и кредитоспособность компании (debt ratio), доступность внутреннего финанси-

ния (cash flow/sales) (например, [31; 2]). Кроме того, были учтены фиксированные эффекты стран и отраслей.

**Описание метода для проверки выдвинутых гипотез.** В рамках решения задач исследования для каждой из размерностных групп разрабатывалась логит-модель вероятности успешности компании. При разработке моделей вначале выделялись статистически значимые контрольные финансовые показатели и включались dummy-переменные, отвечающие за фиксированные эффекты для стран и отраслей. Далее проводилось тестирование гипотез с помощью поочередного включения в уравнение соответствующих прокси-показателей. Функциональная зависимость логит-модели представляется следующим образом [32]:

$$P\{y = 1|x\} = f(z), \quad (1)$$

где  $z = \Theta^T x = \Theta_1 x_1 + \dots + \Theta_n x_n$ ;  $x$  и  $\theta$  – значения независимых переменных  $x_1, \dots, x_n$  и коэффициентов регрессии – вещественных чисел  $\Theta_1, \dots, \Theta_n$ , соответственно, а  $f(z)$  – так называемая логистическая функция:

$$f(z) = 1 / (1 + e^{-z}). \quad (2)$$

Проводимый анализ включает последовательность шагов по отбору статистически значимых и не очень сильно коррелированных между собой объясняющих переменных, а также проверку устойчивости полученных результатов [31].

**Характеристика полученных результатов.** Полученные результаты на основе логит-моделей для «МСП» и «Крупных компаний» являются устойчивыми (см. Приложение). В обе модели включены (1) контрольные финансовые переменные для учета специфики каждой конкретной компании и (2) фиксированные эффекты для учета ненаблюдаемых не зависящих от времени различий в отдельных странах и отраслях. Эти результаты не только статистически значимы, но и важны с практической точки зрения.

Для группы «МСП» были статистически подтверждены следующие гипотезы (знак плюс означает положительное значение для успешности компании внутри группы, табл. 2).

- Чем выше суммарная доля владения директоров и менеджеров компании, тем выше вероятность ее успешности.
- Чем выше доля крупнейшего владельца-управленца в компании, тем выше вероятность того, что компания будет успешной.
- Факт низкой концентрации собственности в компании (крупнейшая доля владения < 25%) снижает вероятность успешности компании.
- Чем больше размер совета директоров компании, тем выше вероятность ее успешности;
- Чем выше суммарная доля государственной собственности, тем ниже вероятность успешности компании.

Кроме того, было установлено, что для данной группы компаний наиболее благоприятной моделью структуры собственности выступает «Лидер и единомышленники». На данном этапе развития компании установлена положительная связь между степенью вовлеченности собственников в управление компанией и ее успешностью. Позитивный эффект на первой стадии развития компании также будет обеспечен наличием крупного совета директоров, достаточная численность которого позволит выполнять полноценную экспертизу целей компании и способов их достижения.

Для группы «Крупные компании» были подтверждены следующие гипотезы (знак плюс говорит о положительном значении для успешности компании внутри группы, табл. 2):

- чем выше доля владения второго по величине собственника-директора (наличие сильного совладельца в компании), тем выше вероятность успешности компании;
- факт средней концентрации собственности в компании (от 25 до 50%) повышает вероятность успешности компании;
- чем больше число собственников (инвесторов) компании, тем выше вероятность ее успешности.

Кроме того, установлено, что для крупных высокотехнологических компаний более приоритетной моделью структуры собственности является «Команда-лидер», в которой присутствует более трех собственников, по крайней мере два из которых являются директорами-собственниками, имеющими долю в компании. На второй стадии развития компании, уже обладающей крупным бизнесом, для дальнейшего успешного развития более важно привлечение новых инвесторов (собственников). Кроме того, общей рекомендацией (если она не противоречит другим стратегическим целям) является присутствие в структуре собственности иностранных инвесторов (собственников), которые усилят разнообразие компетенций и функций мониторинга.

Таблица 2

## Сравнительный анализ проверки гипотез для двух размерностных групп

Номер гипотезы	Описание прокси-показателя, с помощью которого тестируется гипотеза	Рентабельность активов (ROA)	
		«МСП»	«Крупные компании»
H1 (1)	Максимальная доля владения среди собственников		
H1 (2)	Доля владения второго крупнейшего собственника		
H1 (3)	Низкая концентрация собственности	.*	
H1 (4)	Средняя концентрация собственности		+*
H1 (5)	Высокая концентрация собственности		
H2 (1)	Суммарная доля владения директорами и менеджерами компании	+**	
H2 (2)	Максимальная доля владения среди собственников-управленцев	+**	
H2 (3)	Доля владения второго крупнейшего собственника-управленца	+***	+*
H3 (1)	Число директоров	+**	
H3 (2)	Число собственников		+*
H4 (1)	Доля иностранных собственников		
H4 (2)	Доля государственной собственности (в узком смысле, без учета госкомпаний)	-***	
H5 (1)	Модель №1 «Лидер и единомышленники»	+*	
H5 (2)	Модель №2 «Едиличный лидер»		
H5 (3)	Модель №3 «Команда-лидер»		+*
Контрольные финансовые переменные		Да	Да
Dummy-переменные для стран		Да	Да
Dummy-переменные для отраслей		Да	Да
Число наблюдений		20 013	865

**Примечание.** \* - значимость на уровне 10%; \*\* - значимость на уровне 5%; \*\*\* - значимость на уровне 1%. Знак + означает положительное статистически значимое влияние данного фактора на успешность компании внутри своей группы; знак - отрицательное.

Источник: оценки автора.

Таким образом, в результате проведенного эмпирического анализа установлено, что институты развития полного цикла в рамках поддержки российских высокотехнологических компаний должны способствовать формированию в них модели структуры собственности «Едиличный лидер и единомышленники» на первой стадии развития компании (выручка от продаж менее 2 млрд. руб.) и модели «Команда-лидер» на второй стадии развития компании (выручка от продаж более 2 млрд. руб.).

## Литература

1. Исследование российского рынка технологического предпринимательства «Startup. Barometer.2019. [https://vc-barometer.ru/startup\\_barometer\\_2019](https://vc-barometer.ru/startup_barometer_2019)
2. Wasserman N. The throne vs. the kingdom: founder control and value creation in startups // *Strategic Management Journal*. 2017. № 38 (2). Pp. 255-277.
3. Minola T., Cassia L., Criaco G. Financing Patterns in New Technology-Based Firms: An Extension of the Pecking Order Theory // *International Journal of Entrepreneurship and Small Business*. 2013. №19 (2). Pp. 212-233.
4. Colombo M., Grilli L. On growth drivers of high-tech start-ups: exploring the role of founders' human capital and venture capital // *Journal of Business Venturing*. 2010. № 25 (6). Pp. 610-626.
5. Hogan T., Hutson E. Capital structure in new technology-based firms: evidence from the Irish software sector // *Global Finance Journal*. 2005. № 15 (3). Pp. 369-387.
6. De Massis A., Minola T., Viviani D. Entrepreneurial learning in Italian high-tech start-ups: an exploratory study // *International Journal Innovation and Learning*. 2012. № 11 (1). Pp. 94-114.
7. Guseva O.A., Stepanova A.N. Owners and CEOs of Startups: Evidence from Russia // *Journal of Corporate Finance Research*. 2019. № 13 (1). Pp. 107-119.
8. Berle A., Means G. *The Modern Corporation and Private Property*. N.Y.: Macmillan, 1932. P. 396.
9. Jensen M.C., Meckling W.H. *Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure* // *Journal of Financial Economics*. 1976. № 3. P. 305-360.
10. Shleifer A., Vishny R. W. A survey of corporate governance // *Journal of Finance*. 1997. № 52 (2). Pp. 737-783.
11. Heugens P.P.M.A.R., Van Essen M., Van Oosterhout J. Meta-analyzing ownership concentration and firm performance in Asia: Towards a more fine-grained understanding // *Asia Pacific Journal of Management*. 2009. № 26 (3). Pp. 481-512.
12. Радыгин А.Д., Энтов Р.М., Абрамов А.Е., Апевалова Е.А., Дробышев П.Ю., Ильясова Г.В., Мальгинов Г.Н., Трунин П.В., Турунцева М.Ю. Внутренние механизмы корпоративного управления: некоторые прикладные проблемы. М.: ИЭПП, 2007. 176 с.
13. Радыгин А.Д., Энтов Р.М., Абрамов А.Е., Межеваунас И.В., Мальгинов Г.Н., Сизов А.В. Внешние механизмы корпоративного управления. М.: ИЭПП, 2007. 301 с.
14. Villalonga B., Amit R. How do family ownership, control and management affect firm value? // *Journal of Financial Economics*. 2006. № 80 (2). Pp. 385-418.
15. Balsmeier B., Czarnitzki D. Ownership concentration, institutional development and firm performance in Central and Eastern Europe // *Managerial and Decision Economics*. 2017. № 38 (2). Pp. 178-192.
16. Iwasaki I., Mizobata S., Muravyev A. Ownership dynamics and firm performance in an emerging economy: a meta-analysis of the Russian literature // *Post-Communist Economics*. 2018. № 30 (3). Pp. 290-333.
17. Connelly B.L., Hoskisson R.E., Tihanyi L., Trevis Certo S. Ownership as a form of corporate governance // *Journal of Management Studies*. 2010. № 47 (8). Pp. 1561-1589.
18. Ward D., Filatotchev I. Principal-principal-agency relationships and the role of external governance // *Managerial and Decision Economics*. 2010. № 31 (4). Pp. 249-261.
19. La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. *Corporate ownership around the world* // *The Journal of Finance*. 1999. № 54. Pp. 471-517.
20. Гурьев С.М., Лазарева О.В., Рачинский А.А., Цухло С.В. *Корпоративное управление в российской промышленности*. М.: Моск. Центр Карнеги, 2003. 75 с.
21. Энтов Р.М., Радыгин А.Д., Межеваунас И.В., Швецов П.А. *Корпоративное управление и саморегулирование в системе институциональных изменений*. М.: ИЭПП, 2005. 461 с.
22. Долгопятова Т.Г. Концентрация собственности в российской промышленности: эволюционные изменения на микроуровне // *Журнал Новой экономической ассоциации*. 2010. № 8. С. 80-100.
23. Папэ Я.Ш. Фундаментальные сдвиги в российском крупном бизнесе в 2000-е годы и прогресс в корпоративном управлении // *Журнал Новой экономической ассоциации*. 2012. № 1 (13). С. 148-150.
24. Colombo M., Croce A., Murtinu S. Ownership Structure, Horizontal Agency Costs and Performance of High-Tech Entrepreneurial Firms // *Small Business Economics*. 2014. № 42. Pp. 265-282.
25. Sapienza H.J., Korsgaard M.A., Forbes D.P. The self-determination motive and entrepreneurs' choice of financing. In *Cognitive Approaches to Entrepreneurship Research*, Katz JA, Shepherd D (eds). Elsevier Science, Technology Books: Burlington, MA, 2003. Pp. 105-138.
26. Garg S. Venture Boards: Distinctive Monitoring and Implications for Firm Performance // *Academy of Management Review*. 2012. № 38. Pp. 90-108.
27. Ciampi F. Corporate Governance Characteristics and Default Prediction Modelling for Small Enterprises. An Empirical Analysis of Italian Firms // *Journal of Business Research*. 2015. № 68 (5). Pp. 1012-1025.
28. Liang D., Lu C.-C., Tsai C.-F., Shih G.-A. Financial ratios and corporate governance indicators in bankruptcy prediction: A comprehensive study // *European Journal of Operational Research*. 2016. № 252 (2). Pp. 561-572.
29. Fernando J.M.R., Li L., Hou Y.G. Corporate governance and default prediction: a reality test // *Applied Economics*. 2019. № 51 (24). Pp. 2669-2686.
30. ОЕСД. Classification of manufacturing industries into categories based on RSD intensities. 2011. <https://www.oecd.org/sti/ind/48350231.pdf>
31. Cui H., Mak Y. The Relationship between Managerial Ownership and Firm Performance in High R&D firms // *Journal of Corporate Finance*. 2002. № 8. Pp. 313-336.
32. Ohlson J.A. Financial Ratios and the Probabilistic Prediction of Bankruptcy // *Journal of Accounting Research*. 1980. № 18. Pp. 109-131.
33. Карминский А.М., Рыбалка А.И. «Дыры» в капитале компаний обрабатывающей промышленности: корпоративное управление и отраслевые ожидания // *Журнал Новой экономической ассоциации*. 2018. № 2 (38). С. 76-103.



## Результаты пошаговой проверки выдвинутых гипотез

Номер гипотезы	Описание прокси-показателя, с помощью которого тестируется гипотеза	«МСП»	«Крупные компании»
H1 (1)	Максимальная доля владения среди собственников	0,001 (0,001)	-0,01 (0,005)
H1 (2)	Доля владения второго крупнейшего собственника	0,0001 (0,001)	0,01 (0,01)
H1 (3)	Низкая концентрация собственности	-0,18* (0,10)	-0,32 (0,78)
H1 (4)	Средняя концентрация собственности	0,04 (0,04)	0,68* (0,38)
H1 (5)	Высокая концентрация собственности	-0,01 (0,04)	-0,54 (0,36)
H2 (1)	Суммарная доля владения директорами и менеджерами компании	0,001** (0,0004)	0,01 (0,004)
H2 (2)	Максимальная доля владения среди собственников-управленцев	0,002** (0,001)	0,001 (0,01)
H2 (3)	Доля владения второго крупнейшего собственника-управленца	0,01*** (0,003)	0,08* (0,04)
H3 (1)	Число директоров	0,08** (0,03)	-0,11 (0,13)
H3 (2)	Число собственников	-0,04 (0,03)	0,29* (0,16)
H4 (1)	Доля иностранных собственников	-0,0001 (0,0005)	0,0004 (0,002)
H4 (2)	Доля государственной собственности (без учета госкомпаний)	-0,02*** (0,01)	-0,21 (8,17)
H5 (1)	Модель №1 «Лидер и единомышленники»	0,16* (0,09)	-0,50 (1,20)
H5 (2)	Модель №2 «Единоличный лидер»	-0,004 (0,04)	0,02 (0,42)
H5 (3)	Модель №3 «Команда-лидер»	0,08 (0,09)	1,58* (0,77)
Контрольные финансовые переменные		+	+
Dummy-переменные для стран		+	+
Dummy-переменные для отраслей		+	+
Число наблюдений		20013	865
Log Likelihood		-10609	-467
Критерий Акаике		21234	951

**Примечание.** \* - значимость на уровне 10%; \*\* - значимость на уровне 5%; \*\*\* - значимость на уровне 1%. Прокси-показатели для каждой гипотезы по отдельности шаг за шагом включались в каждую из логит-моделей (№ 1 «МСП» и № 2 «Крупные компании»), разработанные на основе контрольных финансовых переменных и фиктивных переменных для стран и отраслей. Здесь справочно показано среднее значение Критерия Акаике внутри каждой из групп компаний, рассчитанное для всех итераций проверки гипотез.

Источник: оценки ЦМАКП.