

Корпоративные финансы и управление

ЧЕГО МЫ НЕ ЗНАЕМ О СТРУКТУРЕ СОБСТВЕННОСТИ КРУПНЕЙШИХ КОМПАНИЙ США?

Мария КОКОРЕВА, Анастасия СТЕПАНОВА, Елена КАРНОУХОВА

Мария Сергеевна Кокорева — кандидат экономических наук, доцент департамента финансов, научный сотрудник научно-учебной лаборатории корпоративных финансов.
E-mail: mskokoreva@gmail.com

Елена Владимировна Карноухова — стажер-исследователь научно-учебной лаборатории корпоративных финансов.
E-mail: evkarnoukhova@edu.hse.ru

Анастасия Николаевна Степанова — кандидат экономических наук, доцент департамента финансов, научный сотрудник научно-учебной лаборатории корпоративных финансов.
E-mail: anastasianstepanova@gmail.com

Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики»
(119049, Москва, ул. Шаболовка, д. 26)

Аннотация

Структурная перестройка экономики последнего десятилетия привела к тому, что лидеры сектора информационных технологий — *Apple, Google, Facebook, Microsoft, Amazon* — стали крупнейшими компаниями мира, потеснив банковский и нефтегазовый секторы. Появление большого количества технологических стартапов привело к новому витку развития предпринимательской собственности. В настоящий момент основатели бизнеса сохраняют контроль над ключевыми решениями в компаниях с помощью концентрированной собственности и возрождения разных классов обыкновенных акций с неравными правами голоса. Вместе со структурой собственности меняются структура капитала и состав советов директоров. Во многих крупных компаниях более 90% директоров стали независимыми. При этом внутри советов директоров растет диверсификация — наиболее ярким примером этого является активное привлечение женщин к принятию стратегических корпоративных решений. Изменение отношения к риску демонстрирует рост доли компаний, отказывающихся от привлечения заемного капитала. В статье рассмотрены основные тенденции в структуре собственности крупнейших компаний США. Систематизированы результаты теоретических и эмпирических исследований в области корпоративного управления, структуры капитала и структуры собственности на развитых рынках. Отталкиваясь от исторических трендов в структуре собственности компаний США, мы анализируем устойчивость института распыленной собственности как элемента англо-саксонской модели корпоративного управления. Появление новых секторов экономики, бурное развитие предпринимательской собственности, возвращение популярности разных классов акций, мода на гендерную диверсификацию советов директоров и феномен нулевого долга иллюстрируются кейсами реальных компаний и результатами аналитических отчетов. В рамках дискуссии мы предлагаем рассмотреть все выявленные тенденции с точки зрения рисков. Более высокий уровень бизнес-риска новых секторов экономики заставляет топ-менеджмент и инвесторов обращаться к ряду инструментов хеджирования. Сокращение уровня заемного капитала; включение в совет директоров женщин, менее склонных к риску, чем мужчины; увеличение степени независимости советов директоров — примеры данных инструментов.

Ключевые слова: структура собственности, структура капитала, уровень риска, совет директоров, концентрация собственности.

JEL: G32, G34.

Авторы выражают благодарность членам исследовательской группы, студентам бакалавриата НИУ ВШЭ, принявшим участие в сборе материалов для подготовки статьи: А. Благодарумовой, А. Тен, К. Повху.

Введение

В мире активно обсуждаются вопросы собственности. Еще с 1930-х годов встал вопрос о том, кто должен управлять корпорациями. Если сто лет назад собственники бизнеса управляли им самостоятельно и большинство компаний были семейными, то появление мегакорпораций привело к необходимости привлечения наемных менеджеров (автомобилестроение, нефтяные и энергетические компании). Так появился институт генерального директора, или CEO (*chief executive officer*). В результате этой структурной перестройки экономики в первой половине XX века были поставлены новые вопросы: как собственники влияют на эффективность компаний, какие конфликты провоцирует привлечение стороннего менеджера? Академики в ответ на такой практический запрос встроили в теорию фирмы несколько форм агентских конфликтов (см., например: [Jensen, Meckling, 1976; Leland, Pyle, 1977]).

В настоящее время вновь происходит структурная перестройка экономики — с точки зрения как секторов, так и собственности. К моменту кризиса 2007–2008 годов крупнейшими компаниями мира были банки и нефтяные компании: в топ-5 можно было увидеть три банковских конгломерата (*HSBC, Bank of America, JP Morgan Chase*), а в топ-10 — три компании нефтегазового сектора (*ExxonMobil, Royal Dutch Shell, BP*). Сегодня пятерка крупнейших компаний мира — это *Apple, Google, Microsoft, Amazon и Facebook*. А из всех финансовых компаний только одна — *Berkshire* Уоррена Баффета — осталась в верхней десятке¹. Это обусловлено не столько влиянием глобального кризиса 2007–2008 года, сколько изменением структуры потребления и приоритетов потребителей в мире. Социальная сеть *Facebook* сегодня оценивается в большую сумму, чем компания, поставляющая энергию в 180 стран мира².

Если десять лет назад крупнейшие компании мира принадлежали огромному количеству мелких акционеров (*dispersed ownership*), а концентрированная собственность считалась прерогативой континентальной Европы, то сегодня мы наблюдаем новую тенденцию к концентрации собственности в руках предпринимателей (*entrepreneurial ownership*). На этот раз причина иная. Экономика нового типа характеризуется большим количеством технологических стартапов, а это значит, что можно создать огромную компанию за несколько лет. Такова, например, история компании *Facebook*.

¹ Статистика приведена на 28 сентября 2016 года (источник — данные *Bloomberg*).

² См. годовой отчет *General Electric*: <http://www.ge.com/investor-relations/investor-services/personal-investing/annual-reports/>.

В настоящей статье мы обсудим следующие вопросы. Кто владеет крупнейшими корпорациями мира? Кто ими реально управляет? Кто и как принимает те решения, которые могут за минуту поменять стоимость компании на миллиарды долларов? Как изменить структуру собственности, не меняя ключевых людей (*decision-makers*) в компании? Мы рассмотрим несколько интересных кейсов и обсудим возможные сценарии развития событий в области структуры собственности и корпоративного управления.

1. Собственность в США: обзор за последние 100 лет

В начале XX века закончилась первая эра финансовой глобализации (1870–1914) [Williamson, 1996]. Начавшаяся с 1870-х годов, она характеризовалась высоким экономическим ростом, бумом торговли и существенными перетоками капитала между странами, в том числе из Старого Света в Новый, а также миграцией. Первая эра глобализации закончилась с Первой мировой войной, которая спровоцировала мощное развитие военно-промышленного комплекса в богатых странах, в том числе в США. За ней последовали сначала «золотые двадцатые», а потом и Великая депрессия.

Следующий период (1914–1950), который в литературе называют темными годами, напротив, характеризуются медленным экономическим ростом, деглобализацией и сегментированием рынков (*economic divergence*) [Williamson, 1997; Obstfeld, Taylor, 2003]. В США в это время произошел переход к регулируемому капитализму (*regulatory capitalism*), запущенный Франклином Рузвельтом в качестве меры борьбы с Великой депрессией. В 1930-е годы экономическая политика («Новый курс»), проводимая администрацией Рузвельта и регулирующая в том числе корпоративный сектор, привела к доминированию в экономике компаний с распыленной собственностью.

В 1930-е годы Адольф Берль и Гардинер Минс привлекли внимание американского общества к новому по тем временам феномену — *распылению собственности* среди миноритарных акционеров [Berle, Means, 1932]. До тех пор большинство компаний оставались семейными, передавались по наследству, и владельцы не стремились продавать часть своего бизнеса. Богатые собственники начавших активно создаваться корпораций держали большие пакеты акций и ни за что не хотели с ними расставаться. Авторы показывают разделение собственности и контроля в том случае, когда компания принадлежит большому количеству акционеров, а управляется профессиональным менеджером, не зависящим от акционеров [Berle, Means, 1932]. Расхождение интересов акционеров и менеджеров стало популярной темой всевозможных дебатов, однако тогда ис-

следование структуры собственности носило исключительно теоретический характер.

В 1950–1960 годах западный мир вступил в эру управляемого капитализма (*managed capitalism*)³. В США и Великобритании этот период также характеризуется ростом распыленной институциональной собственности, то есть собственности фондов и других финансовых институтов. Это привело к тому, что к концу XX века существенная доля акций крупных компаний принадлежала банкам, пенсионным и инвестиционным фондам, страховым компаниям. Этот период иногда называют периодом рыночного капитализма (*money market capitalism*).

Спустя 40 лет после выхода книги Берля и Минса в понятие «структуры собственности» вдохнули новую жизнь Майкл Дженсен и Уильям Меклинг [Jensen, Meckling, 1976], представив теорию фирмы, базирующуюся на агентском конфликте. В 1980-е и 1990-е годы агентские конфликты между менеджерами и разными типами собственников оказались в центре дебатов в финансовом мире, что привело к признанию такого параметра, как структура собственности, одним из важнейших компонентов корпоративного управления. Агентская теория выдвигает ряд предложений по снижению агентских издержек, возникающих в результате конфликта собственников и менеджеров, что при прочих равных условиях должно привести к росту эффективности компании. Поскольку до этого момента структуру собственности считали фактором экзогенным, были предприняты первые попытки оптимизировать ее с использованием опционных схем для менеджеров, бонусных программ с пакетами акций для работников и т. д.

1990-е годы принято считать периодом *второй эры глобализации* (*second age of globalized capitalism*) [Obstfeld, Taylor, 2003]. Вслед за распадом СССР и дерегулированием многих развивающихся рынков вновь, как и сто лет назад, повышается мобильность капитала. Происходит приватизация крупных компаний, активизируются иностранные инвестиции. Многие компании, основанные в США, становятся глобальными в результате поиска повышенной доходности (*return*) и стратегии географической экспансии. Ряд исследований посвящен сходству периодов конца XIX и XX веков как периодов глобализации (см., например: [Williamson, 1996]).

К концу 1995 года 80% крупных американских компаний принадлежали миноритарным акционерам и только 20% были семейными компаниями [La Porta et al., 1999], то есть наступил пик распыления собственности. Нормой становятся пакеты акций размером в сотни и даже тысячные доли процента.

³ <https://www.commentarymagazine.com/articles/will-managed-capitalism-pull-us-throughbalance-sheet-of-two-decades-of-keynes/>.

Таким образом, к концу тысячелетия мы наблюдали максимальную конвергенцию в направлении англо-саксонской модели управления, построенной на распыленной собственности и стратегическом управлении с помощью совета директоров. Дерегулирование многих развивающихся рынков сыграло большую роль для глобального рынка капитала. Кроме того, существенные изменения были вызваны сначала появлением нового сектора компаний с бизнес-моделью, связанной с развитием интернет-пространства, а потом — кризисом *Dotcom*.

Однако эта ситуация конвергенции в условиях быстро меняющейся среды оказалась неустойчивой. И уже в 2000-х годах мы наблюдаем кризис либерального капитализма и подъем государственного капитализма. Многие правительства снова национализировали ряд компаний. Глобальный кризис 2007–2008 годов показал необходимость государственного вмешательства в экономику. А новые сектора продемонстрировали появление предпринимательской собственности (*entrepreneurial ownership*), что со временем может привести к возвращению к модели семейной собственности или к какому-либо другому структурному изменению экономики.

2. Почему для крупных американских компаний характерна распыленная собственность? Угасающий тренд

Конец XX и начало XXI века для американского рынка охарактеризовались распыленной собственностью (*dispersed ownership*). Крупнейший пакет акций в руках одного инвестора для многих компаний составлял до 5%. В конце 1995 года три самые дорогие на рынке компании (*General Electric*, *AT&T*, *Exxon*) были яркими примерами корпораций с распыленной собственностью [La Porta et al., 1999]. В таком случае, как правило, все крупные решения принимал независимый совет директоров.

Это полностью противоположно ситуации на рынке континентальной Европы, где во многих публичных компаниях есть ключевой акционер или команда акционеров, владеющие блокирующим пакетом акций (например, в *Daimler Benz* или в *Fiat*). В случае концентрированной собственности акционеры, как правило, предлагают основные стратегические решения, а в совете директоров есть один или чаще несколько их представителей.

Однако и на американском рынке были отдельные исключения. Так, например, в конце 1995 года в компании *Microsoft*, четвертой по размеру в США, собственность была сконцентрирована в руках трех основных владельцев: основателей Билла Гейтса с 24% акций и Пола Аллена с 9% акций и топ-менеджера Стивена Болмера с 5% акций [La Porta et al., 1999]. Эту корпорацию можно считать компанией

с концентрированной собственностью, а также семейным бизнесом. При этом в *Microsoft* каждая акция давала равное право голоса.

Что же плохого в концентрации или наоборот — в распыленности собственности? И как понять, какая модель — континентальная или англо-саксонская — лучше в каждом конкретном случае?

Как уже указывалось, в первой половине XX века в результате индустриализации и укрупнения компаний начался процесс отделения контроля от прав собственности. Это было вызвано ростом конкуренции и необходимостью привлечения профессиональных менеджеров к управлению крупными компаниями. Многие компании были трансформированы в акционерные общества, а их владельцы стали акционерами, поэтому отныне их целью являлась максимизация дивидендного дохода и дохода от прироста капитала. В то же время менеджеры этих компаний жили на фиксированную зарплату, то есть не были кровно заинтересованы в росте рыночной стоимости компании. Здесь проявляется классический механизм *конфликта между менеджерами и акционерами*. Получая фиксированную зарплату, менеджеры предпочитали минимизировать свои усилия и извлекать из компании все возможные неденежные выгоды, такие как повышение уровня знаний за счет компании, поиск полезных знакомств, получение всевозможной закрытой информации [Berle, Means, 1932]. Такое поведение обозначили термином «оппортунизм». На основе изучения оппортунистического поведения менеджеров был сделан вывод, что успех фирмы определяется уровнем мотивации менеджеров, их стремлением улучшить качество корпоративного управления.

Для того чтобы смягчить последствия оппортунизма и снизить агентские издержки, необходимо согласовать интересы акционеров и менеджеров. Менеджер должен быть заинтересован в росте стоимости компании, например он может владеть пакетом акций компании. В этом случае глубина агентского конфликта зависит от размера пакета акций: чем больше пакет, тем сильнее менеджер заинтересован в росте стоимости компании. Это предположение известно нам как «гипотеза конвергенции интересов» (*convergence-of-interests*) (см., например: [Morck et al., 1988]). Но не всё так просто. Если менеджеру принадлежит очень крупный пакет акций, то начинает действовать эффект окапывания (*entrenchment effect*), то есть менеджер становится настолько зависим от компании, что вместо максимизации стоимости предпочитает снижать риски, например отказываясь от эффективных высокорисковых проектов [Morck et al., 1988].

В компаниях с концентрированной собственностью часто возникает еще один агентский конфликт — между мажоритарными и миноритарными акционерами. Акционеры, владеющие очень крупными пакетами акций, стремятся снизить риск своих вло-

жений в компанию, тогда как миноритарные акционеры, диверсифицирующие свой риск, хотят в первую очередь максимизировать рыночную стоимость компании (см., например: [Barclay, Holderness, 1989; Grossman, Hart, 1988]). Конфликт между мажоритарными и миноритарными акционерами может приводить также к чрезмерному мониторингу менеджеров крупными акционерами [Burkart et al., 1997]. Таким образом, агентские издержки (а значит — и стоимость компании) зависят от концентрации собственности в компании.

Во второй половине XX века снижению концентрации собственности способствовало развитие фондового рынка, в том числе системы взаимных фондов, а также развитие частных пенсионных фондов. Жан Тироль пишет в своей книге, что собственность абсолютно распылена в США [Tirole, 2006]. В других странах собственность более концентрирована [Denis, McConnell, 2003].

В последние годы появились идеи о том, что собственность в США перестала быть настолько однозначно распыленной, как раньше. Благодаря быстрому росту непроизводственных стартапов сегодня мы видим на рынке США компании с явным ключевым акционером. Появились новые сектора с высоким уровнем бизнес-риска, для которых больше характерна концентрированная собственность, новые бизнес-модели, связанные с одним человеком или с командой (например, биотехнологический сектор и профессор — руководитель лаборатории, проводящей исследования). Увеличилась скорость изменения компании: непроизводственная компания может быстро перейти от стадии стартапа к этапу быстрого роста и далее (например, социальные сети). Это тоже не способствует распылению собственности: потенциальные миноритарные инвесторы еще чувствуют очень высокий риск вложения в новую компанию, а растущей компании нужны крупные инвестиции. Наконец, всё это удерживает от выхода на IPO в пользу привлечения стратегических частных инвесторов.

Основанные на интуиции рассуждения подтверждаются результатами эмпирических исследований. Например, Клиффорд Холдернесс в 2009 году показал, что собственность в США вовсе не так распылена, как представляется. Он продемонстрировал, что у 96% крупных компаний есть держатели блокирующих пакетов (более 5% акций), которые в среднем владеют в сумме 39% акций компании [Holderness, 2009].

Подводя черту под этими рассуждениями, сформулируем вопрос для дальнейшего обсуждения: осталась ли полностью распыленная собственность в прошлом? Или новые сектора и новые типы компаний со временем придут к той же англо-саксонской модели управления?

3. Собственность основателей бизнеса

Бурный рост таких отраслей, как информационные технологии, биотехнологии, технологии в сфере здравоохранения, альтернативная энергетика (зеленые и возобновляемые способы генерация энергии) в течение последних пяти лет привел к появлению новой волны — к возникновению компаний, ключевым собственником которых является основатель бизнеса (предприниматель)⁴.

Исследование Global Entrepreneurship Monitor показывает динамику отраслевого распределения предпринимателей: на развивающейся стадии экономики большая доля предпринимателей занималась отраслью услуг, тогда как на развитой стадии преобладает бизнес-сервис, поскольку происходит замена капиталоемких производств наукоемкими⁵. Аналитики отмечают, что с 2009 года активность проявляется в технологическом секторе (к 2014 году рост на 7%), но наибольшее поступательное движение наблюдается в секторе инноваций: рост на 17%⁶ за этот же период.

Необходимо отметить, что стартапы и инновации в разных отраслях возникают на различных этапах жизненного цикла отрасли. Раджшри Агарвал и Сонали Шак [Agarwal, Shah, 2014] представили теорию «контекста знаний» (*knowledge contexts*), направленную на выявление факторов эффективности внедрения инноваций. Авторы вывели соответствующие факторы для стартапов, выделив три возможных направления по индустриям: (1) собственность сотрудников (*employee entrepreneurship*) — производство и маркетинг целевой продукции и услуг; (2) собственность академиков (*academic entrepreneurship*) — процесс научного открытия в академических институтах; (3) собственность пользователей (*user entrepreneurship*) — использование этих продуктов и услуг. Помимо этого было выявлено наличие собственности сотрудников в отраслях, связанных с интеллектуальной собственностью, с патентами, — в медицине и биотехнологиях [Ganco, 2013]. Авторы отмечают, что фирмы, созданные предпринимателями, входят на рынок в период роста и зрелости отрасли и скорее соревнуются с уже существующими фирмами, нежели с ними сотрудничают. Собственность академиков сосредоточена в высокотехнологических отраслях, так как бизнес-модель компании зачастую базируется на фундаментальных исследованиях их лабораторий [Agarwal et al., 2010]. Такие стартапы выходят на рынок

⁴ Кумулятивные средние темпы роста выручки в данных отраслях за последние пять лет превысили 20% (кроме сектора информационных технологий, где за последние пять лет темпы роста выручки составляют 14,22%), по данным на январь 2016 года: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/histgr.html/.

⁵ Global Entrepreneurship Monitor 2014 Adult Population Survey (APS).

⁶ Global Entrepreneurship Monitor 2014 United States Report. National Entrepreneurial Assessment for the United States of America. Kelley D.J., Ali A., Brush C. P. 40.

в начале жизненного цикла отрасли, а поскольку для развития им необходимы комплементарные активы, предприниматели данного типа склонны к сотрудничеству и объединениям. В ряде секторов (видеоигры, персональные компьютеры, различные молодежные продукты (скейтбординг, сноубординг, каякинг)) сообщества пользователей становятся комплементарным активом, необходимым для продвижения продуктов на рынок [Winston, Shah, 2013]. Таким образом, авторы показывают, что одним из основных драйверов экономики являются инновации, зарождающиеся в индустриях стартапов. В настоящее время 11% компаний США (по рыночной капитализации) составляют компании, находящиеся в собственности у основателей бизнеса⁷.

По данным 2015 года, в США количество созданных небольших предприятий увеличилось и переломило реверсивный нисходящий шестилетний тренд⁸. На это указывает индекс предпринимательства — *Kauffman index: Main Street Entrepreneurship*. Данный индекс является индикатором деловой активности в сфере малого и среднего бизнеса и имеет две категории: доля взрослого населения, владеющая бизнесом (доля предпринимателей в экономике) и плотность малого бизнеса. Положительную динамику как доли владельцев малого бизнеса, так и плотности малого бизнеса связывают с увеличением количества микропредприятий (существующих более 5 лет и имеющих менее 10 работников) на 3,6% с 2014-го по 2015 год⁹.

В общей положительной динамике индекса Кауффмана *Startup Activity*¹⁰, рост которого с 2014-го по 2015 год стал максимальным за последние 20 лет, можно отметить, что в среднем каждый месяц в течение 2015 года появлялось примерно 530 тыс. новых предпринимателей. При этом 8 из 10 новых предпринимателей ранее не были безработными. Скорость создания новых компаний выросла с 128,8 до 130,6 стартапов на 100 тыс. человек (до последних лет скорость создания новых стартапов устойчиво падала). Стоит отметить и изменения в характеристиках новых предпринимателей США. Во-первых, они в среднем более взрослые и лучше образованы. Доля новых предпринимателей, закончивших колледж, выросла с 23,7% в 1997 году до 33% в 2015 году. Доля предпринимателей в возрасте 55–64 лет растет и сейчас достигла 25,8%, в то время как доля молодых предпринимателей 25–34 лет падает и составляет в настоящий момент 24,7%.

⁷ Источник: *Bloomberg*.

⁸ Small Businesses in the U.S. on the Rise, Reversing Six-Year Downward Trend. 12/03/15: <http://www.kauffman.org/newsroom/2015/12/small-businesses-in-the-us-on-the-rise-in-2015-reversing-six-year-downward-trend/>.

⁹ Ibid.

¹⁰ Kauffman Index 2015. The Startup Activity. National Trends: http://www.kauffman.org/~media/kauffman_org/research%20reports%20and%20covers/2015/05/kauffman_index_startup_activity_national_trends_2015.pdf/.

Во-вторых, многие из них не являются гражданами США (28,5% новых предпринимателей — иммигранты). В-третьих, среди предпринимателей всё больше мужчин (доля мужчин выросла до 63,2% в 2015 году). Наконец, повышается этническая диверсификация предпринимателей.

Быстрый рост стартапов и малого бизнеса в целом (малый бизнес обеспечивает 55% всех рабочих мест в экономике¹¹) вкпе со смещением отраслевого состава малого бизнеса (от традиционных отраслей — к технологическим) должен привести к тому, что скорость превращения стартапа в быстро растущую компанию вырастет. Это значит, что перед основателями бизнеса быстрее, чем раньше, встает вопрос о стратегии выхода из бизнеса: оставаться ли в числе ключевых акционеров компании, сохранить ли компанию для своих детей или продать бизнес.

Предсказать однозначно будущий тренд сложно из-за противоречивого отношения к собственности среди стартаперов. Одни активно участвуют в благотворительности, продавая свои акции, другие планируют передать их по наследству детям. В зависимости от того, какие мотивы будут преобладать, в ближайшем будущем мы увидим либо дальнейший рост собственности основателей бизнеса и семейного бизнеса, либо новый виток роста распыленной собственности.

4. Семейная собственность и семейные связи в бизнесе

Семейный бизнес — довольно распространенное явление в США. По состоянию на 2016 год около 5% компаний в США относятся к компаниям семейного типа¹². При условии сохранения части компаний с предпринимательской собственностью в семье доля данного типа бизнеса в США продолжит расти. В отчете компании *Ernst & Young* за 2014 год приводится статистика, что из 250 крупнейших семейных бизнесов во всем мире около 53% составляют компании Северной Америки¹³.

Имеется несколько определений понятия семейной собственности (*family ownership*), самое распространенное в научной литературе — «фирма, в которой несколько членов семьи контролируют бизнес, занимая позиции топ-менеджеров или являясь собственниками компании».

¹¹ Об администрировании малого бизнеса в США см.: <https://www.sba.gov/>.

¹² К компаниям семейного типа относятся как те, где контроль осуществляется за счет владения семьей крупного пакета акций, так и те, где члены семьи занимают позиции в топ-менеджменте компаний или являются членами совета директоров. Данные из системы *Bloomberg*.

¹³ [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-staying-power-how-do-family-businesses-create-lasting-success/\\$FILE/ey-staying-power-how-do-family-businesses-create-lasting-success.pdf/](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-staying-power-how-do-family-businesses-create-lasting-success/$FILE/ey-staying-power-how-do-family-businesses-create-lasting-success.pdf/).

Наиболее известные крупные компании в США, входящие в категорию компаний с семейной собственностью, — *Walmart Stores, Inc.* (доля собственности семьи — 50,9%), *Ford Motor Company* (40%) и *Comcast Corp.* (33,6%). Во всех этих компаниях основными владельцами остаются основатели — семьи, из поколения в поколение передающие свой бизнес. Так, например, компания *Walmart*, занимающая первое место по выручке по версии *Fortune-500* в 2016 году, была основана в 1962 году Сэмом Уолтоном. Он расширил свой бизнес и открыл сотни, а затем тысячи магазинов по всему миру. Однако компания добилась таких впечатляющих результатов благодаря детям Сэма Уолтона уже после его смерти. В настоящее время в управлении компании принимают участие как дети, так и внуки основателя.

В период преобладания и роста распыленной собственности большинство результатов исследований демонстрировало значимый положительный эффект этого вида собственности на эффективность деятельности компании [Stulz, 2005]. Авторы объясняли более низкие показатели эффективности семейных компаний недостаточностью ресурсной базы семьи и использованием членами семьи свободных денежных потоков компании в личных интересах. Однако Рональд Андерсон и Дэвид Риб показали, что компании, основными владельцами которых являются члены семьи, показывают более впечатляющие результаты, выраженные в доходности совокупного капитала и в показателе Q-Тобина. Данный эффект наиболее выражен в компаниях, где член семьи занимает позицию исполнительного директора (CEO) [Anderson, Reeb, 2003]. В чем могут быть причины подобных результатов? Белен Виллалонга и Рафаэль Амит подтвердили, что собственность в руках семьи приводит к росту стоимости компании, когда основатель компании является CEO. Однако при переходе поста CEO к последующим поколениям стоимость компании падает [Villalonga, Amit, 2006]. Также авторы показали, что для несемейных фирм агентский конфликт между менеджерами и собственниками является более значимым, чем конфликт между собственниками из семьи и несемейными собственниками в период, когда CEO компании является основателем компании; однако зависимость меняется при смене поколения [Villalonga, Amit, 2006].

Существует и другой тип участия семьи в управлении компании — наличие семейных связей. Фабрицио Леоне с соавторами [Leone et al., 2016] выяснили, что 56% компаний США имеют хотя бы одну семейную связь. Под семейными связями авторы понимают любые родственные отношения между акционерами, директорами, иными сотрудниками, занимающими основные исполнительные позиции, и лицами, имеющими заинтересованность в фирме. Проанализировав

семейные связи в компаниях, авторы статьи пришли к следующему выводу: чем больше в компании таких связей, тем более компании склонны к недоинвестированию и, соответственно, с тем большей вероятностью демонстрируют более низкие показатели эффективности своей деятельности.

Мотивы укрепления семейной собственности и семейных связей понятны, равно как видны предпосылки к росту семейной собственности в компаниях. Тем не менее доля компаний США (по рыночной капитализации) с распыленной собственностью в настоящее время существенна и составляет 75%¹⁴. Есть ли возможность у компаний, находящихся на пути к распыленной собственности (или в состоянии, когда собственность распылена), сохранить контроль над стратегическими решениями через голосование на общем собрании акционеров или в совете директоров? Есть ли способ продать акции компании таким образом, чтобы оставить голоса основателям или представителям семьи?

5. Почему они возвращаются? Растущая популярность акций разных классов

Продать долю в собственности компании, оставив ключевое право голоса у небольшой группы акционеров, помогает выпуск акций разных классов (*dual stock*). Под различными классами акций подразумеваются обыкновенные акции, наделенные различными правами голосования и выплат дивидендов.

История развития института акций разных классов подробно описана в работе Джейсона Хоувелла [Howell, 2014]. Впервые обыкновенные акции без права голоса были выпущены в США еще в 1898 году. Это дало толчок к возникновению обыкновенных акций разных классов, и с 1920-х годов компании начали выпускать обыкновенные акции — как обладающие правом голоса, так и не обладающие таковым. После резкой критики в адрес неголосующих обыкновенных акций со стороны профессора Гарвардского университета Вильяма Рипли, считавшего акции разного класса одним из видов воровства, а также критики в академических статьях Нью-Йоркская биржа с 1926 года стала отклонять заявки на выпуск акций разного класса. И вплоть до 1985 года Нью-Йоркская биржа, за редким исключением, не пропускала заявки на выпуск акций разного класса. Например, компании *Ford* удалось выпустить акции разных классов (каждый из классов был наделен правом голоса, но в разной степени). Компания сохранила акции разных классов и в настоящее время. Наличие в компании акций классов А и В позволяет семье Форд иметь 40% при голосо-

¹⁴ Источник: *Bloomberg*.

вании при всего 4% от совокупного капитала. Американская фондовая биржа (AMEX) в меньшей степени отклоняла заявки на выпуск подобных акций, однако выработала дополнительные требования, которые расширяли права акционеров, приобретающих неголосующие акции. Таким образом, к 1985 году на Нью-Йоркской бирже торговалось всего 10 компаний с акциями разных типов, на бирже Америки — порядка 7%, или 60 фирм [Seligman, 1986].

В 1980-е годы начали появляться научные работы, посвященные анализу деятельности компаний с разными классами акций. В работе [DeAngelo, DeAngelo, 1985] рассматриваются компании с двойственными классами акций. Значительная часть выборки состоит из семейных фирм; в ходе анализа было выявлено, что большую роль играет право голоса, нежели выплачиваемые дивиденды. В 1984 году был введен мораторий на исключение предприятий из листинга Нью-Йоркской биржи, что заставило компании проводить рекапитализацию. В 1986–1987 годах у компаний с различными классами акций наблюдались наиболее значительные показатели отрицательной доходности [Jarrell, Poulsen, 1988].

Следующий период (1985–1994 годы) в развитии института акций различного класса связан с волной недружественных поглощений (*hostile takeovers*), когда компания могла защитить себя от нежелательной сделки путем выпуска акций без права голоса. Новая волна критики базировалась на сопоставлении акций разного класса со сделками выкупа компаний, финансируемыми за счет заемного капитала (*leveraged buy-out, LBO*). Сначала SEC (Securities and Exchange Commission — Комиссия по ценным бумагам и биржам)¹⁵ в 1988 году, а потом и биржи в 1994 году выработали основные унифицированные требования к выпуску разных классов акций [Howell, 2014]. Однако стоит отметить, что доля IPO с акциями разных классов в 2003–2008 годы не превышала 10% (9,4%), в то время как в период с 2009-го по 2013 год эта доля выросла до 16,5%, что демонстрирует новую волну популярности данного вида акций [Howell, 2014]. На данный момент выпуск акций разных классов продолжает оставаться популярным в крупных международных корпорациях [Jordan et al., 2014].

Наиболее показательными примерами современных компаний с разными классами акций являются *Google* и *Facebook*. Компания *Google* имеет 3 класса акций. Класс А — 1 голос на 1 акцию, класс В — 1 голос на 10 акций и класс С — 0 голосов. Акции класса В сосредоточены в руках основателей компаний Ларри Пейджа и Сергея Брина и не торгуются на открытом рынке. Особенность случая *Google* заключается в том, что основное разделение прав акций произошло

¹⁵ Комиссией по ценным бумагам и биржам было выпущено правило 19-С4.

в момент сплита акций в 2014 году: в результате сплита каждый владелец акции А получил акцию А (с одним голосом) и акцию С (без права голоса), в то время как у акций В остается 10 голосов. *Facebook* в 2016 году также представил акции С без права голоса, анонсировав, что данный тип акций поможет сохранить контроль в руках Марка Цукерберга, чье видение стратегического развития важно для компании¹⁶.

В компаниях с различными классами акций агентские конфликты приобретают особое значение: можно говорить о возможностях как «окапывания» менеджмента, так и большего согласования интересов. В работе [Jordan et al., 2014] показано, что компаниям с разными классами акций свойственно соблюдение предварительных договоренностей о выплатах высоких дивидендов для снижения агентских конфликтов — при этом авторы отвергли гипотезу «окапывания» менеджмента. Однако это не означает, что выпуск акций разных типов способен значимо снизить агентские конфликты внутри компании. Так, в работе [Villalonga, Amit, 2009] показано, что наличие различных классов акций является одной из важнейших причин существования в США агентских издержек, по своему значению не уступающих агентским издержкам в любой другой стране мира.

Таким образом, разделение акций на классы прежде всего необходимо для выделения лиц, которые в компании принимают решения. Характерен такой подход для семейных компаний, а также для крупнейших международных корпораций, когда понятно, что несколько сотен миллионов человек не могут принимать решения.

6. Процесс принятия решений внутри компании: независимые директора

С середины XX века стратегические решения в крупных компаниях в развитых странах принимаются советом директоров. Переход от семейной собственности к распыленной заставил придумать новую форму корпоративного управления, при которой учитываются интересы большого количества акционеров. Оливер Уильямсон в 1960–1970 годах дал определения классическим механизмам корпоративного управления [Williamson, 1988]. Первой функцией совета директоров стала разработка стратегии компании, второй — мониторинг менеджеров, которые могут действовать не в интересах акционеров.

Позже встал вопрос о том, из кого должен состоять оптимальный совет директоров — так чтобы он действовал в максимальной

¹⁶ <https://techcrunch.com/2016/04/27/facebook-is-adding-a-new-class-of-stock-that-will-help-keep-zuckerberg-in-control/>.

степени рационально и в интересах акционеров. Исторически в совете присутствовали представители большинства акционеров, но по мере распыления собственности это стало невозможным. На сегодня во многих компаниях несколько тысяч акционеров. Так, например, в компании *Apple* на ноябрь 2016 года их более пяти тысяч¹⁷.

С точки зрения теории структура совета директоров играет важную роль. Например, способность совета директоров эффективно осуществлять мониторинг менеджеров зависит в том числе от структуры совета, то есть от того, кто именно в данный момент является членами совета директоров компании [Fama, 1980; Fama, Jensen, 1983]. Есть устоявшееся мнение, внедренное сегодня в кодексы корпоративного управления и даже в требования многих бирж, о том, что в совете директоров должны быть как инсайдеры (менеджеры компании), так и аутсайдеры (внешние директора). Однако мониторинговая функция совета во многом зависит от включения в совет внешних директоров [Fama, Jensen, 1983]. Внешние директора имеют мотивы действовать как арбитры в спорах между топ-менеджерами, а также могут сглаживать агентские конфликты между менеджерами и собственниками компании.

Во многих исследованиях внешних директоров (*outside directors*) делят на независимых и «серых» директоров (*grey directors*), поскольку в традиционном разделении на инсайдеров и внешних независимых директоров не учитываются потенциальные конфликты интересов. Например, независимость «серого» директора может быть нарушена, если он имеет родственные связи с топ-менеджером компании, консультантом или ключевым поставщиком [Beasley, 1996].

Многие исследования подтверждают, что увеличение доли как строго независимых, так и всех внешних директоров повышает эффективность мониторинга менеджмента. В пользу этого говорит тот факт, что в компаниях, где нет манипулирования отчетностью, в среднем выше доля независимых директоров в совете [Beasley, 1996].

Существуют и другие причины включения независимых директоров в состав совета. Во-первых, независимые директора, как правило, подвергаются меньшему давлению со стороны менеджмента компании. Во-вторых, с точки зрения агентской теории вероятность возникновения агентского конфликта между акционером и независимым директором существенно меньше, чем вероятность конфликта между менеджером и акционером, что ведет к низким агентским издержкам, а значит — к росту стоимости компании [Jensen, Meckling, 1976]. Независимый директор, как и акционер, нацелен на

¹⁷ По данным SEC filings.

рост стоимости компании, а исполнительный директор может иметь отличающиеся от этого цели, связанные с неденежными выгодами (*nonmonetary benefits*), а также с процессом «окапывания». Помимо этого необходимо учитывать роль поведенческих факторов: доступный независимым директорам взгляд на компанию «извне» повышает уровень объективности принимаемых решений, что может способствовать оптимизации корпоративного управления, а значит — и росту стоимости компании.

Однако в 2000-е годы было высказано противоположное мнение. Высокий уровень независимости совета может оказывать негативное влияние на эффективность в компании по ряду причин, в том числе из-за чрезмерного мониторинга менеджеров или недостаточной мотивации для принятия сложных рискованных решений в кризисные времена (см., например: [Klein, 2002; Ivashkovskaya, Stepanova, 2011]). В работах последних лет авторы пытаются найти оптимум уровня независимости, предполагая нелинейное влияние независимости совета на эффективность компании [Iturriaga, Rodríguez, 2014; Falato et al., 2014].

В бизнес-прессе можно найти мнение, что советы директоров в США стали даже слишком независимыми. Во многих крупных компаниях более 90% директоров являются независимыми (например, в *McDonald's*, *General Electric*, *Johnson&Johnson*, *Coca-Cola Enterprises*). При среднем размере совета в девять человек это означает, что в таких компаниях в среднем один член совета является инсайдером или акционером. Однако независимость директора часто определяется слишком формально, при этом в действительности директор может быть связан с акционерами или с инсайдерами родственными узами или деловым партнерством¹⁸. В свете последних исследований о нелинейности и возможном оптимуме независимости можно поставить под сомнение эффективность данного тренда.

Наконец, стоит вспомнить о том, что независимость не единственная характеристика директора компании. Надо помнить, что и пол, и возраст, и другие личностные факторы влияют на процесс принятия решения в компании.

7. Процесс принятия решений внутри компании: женщины

В 2010 году SEC добавила в список отчетов, которые компании должны предоставлять Комиссии по ценным бумагам и биржам, отчет о разнообразии в совете директоров, что положило начало широким дебатам по этому вопросу. С момента публикации отчета наиболее очевидные изменения произошли в гендерном разнообра-

¹⁸ <http://www.wsj.com/articles/boards-get-more-independent-but-ties-endure-1453234607/>.

зии советов директоров. Число женщин в составе советов директоров публичных компаний США растет: в 2006 году 29% фирм имели в составе директоров двух и более женщин, в 2013 году — уже 42%¹⁹. Данная тенденция связана с тем, что наличие женщин в составе советов директоров приводит к увеличению диверсификации советов. При этом наибольшее количество женщин в составе директоров наблюдается в секторах розничной и оптовой торговли, потребительских товаров, медиа и сферы развлечений; наименьшее — в секторе промышленности, высоких технологий, нефти и газа. Существует различие и на уровне размера компании: в 15% фирм из индекса *S&P MidCap 400* и 12% из *S&P SmallCap 600* в совете присутствуют женщины²⁰. На основе опроса 400 компаний выявлено, что женщины в совете директоров заставляют топ-менеджмент компании в большей степени фокусироваться на вопросах корпоративного управления, корпоративной ответственности, качественного развития и расширения кругозора, что и требуется в данный момент инвесторам²¹.

Широко обсуждаемой темой является положительное влияние гендерного разнообразия состава директоров на стоимость фирмы. Установлено, что чем больше женщин представлено среди высшего руководства фирмы, тем выше рентабельность капитала и совокупный доход акционеров²². Аналитики *McKinsey & Company* подтверждают увеличение финансовых показателей фирмы на 15% по сравнению с медианным значением по отрасли для компаний с высокой степенью гендерного разнообразия в составе директоров²³.

Начало поиска эмпирических взаимосвязей между числом независимых директоров и эффективностью компании было положено в работе [Weisbach et al., 1988], где авторы исследовали рыночную реакцию на увольнение CEO двух разных составов директоров: аутсайдеров и инсайдеров. Исследователи определили, что при решении о замене сотрудников директоры-аутсайдеры основываются на продуктивности менеджмента компании. Интересной идеей авторов является то, что женщины в составе директоров играют роль независимых инсайдеров.

В работе [Adams, Ferreira, 2009] приведены основные аргументы теории эффективности присутствия женщин в составе советов директоров. Во-первых, это повышает диверсификацию знаний, навыков и талантов внутри совета [Upadhyay, Zeng, 2014]; во-вторых, женщины не принадлежат к «old boys club», то есть их деятельность

¹⁹ Ernst & Young LLP (2013): Diversity drives diversity. From the boardroom to the C-suite.

²⁰ Ernst & Young LLP (2015): Women on US boards: what are we seeing?

²¹ Ernst & Young LLP (2015): Women. Fast forward. The time for gender parity is now.

²² <http://www.catalyst.org/issues/board-diversity/>.

²³ McKinsey & Company (2015): Diversity matters.

является более независимой [Higgs, 2003]. Авторы показали, что присутствие женщин среди директоров положительно влияет на частоту посещения директорами компании заседаний совета. В качестве иллюстрации можно вспомнить компанию *Coca Cola*, где на долю женщин приходится треть совета директоров, что, как отмечает компания, приводит к разнообразию мнений и к различиям в подходах к решению проблем. После того как в 2011 году директором компании была выбрана афроамериканская женщина 57 лет, котировки акций выросли на 2,1%²⁴.

Однако выводы этих авторов относительно влияния разнообразия в составе советов директоров компании на стоимость фирмы отличаются от результатов других исследований (к примеру: [Fields, Keys, 2003, Carter et al., 2003]). В первой работе отсутствие связи между наличием женщин в составе совета директоров и продуктивностью фирмы объясняется тем, что женщины сами предпочитают компании с низкой производительностью или фирмы, где среди сотрудников мало или вообще нет представителей женского пола [Farrell, Hersch, 2005]. Рене Адамс и Даниэль Феррейра, в свою очередь, утверждают, что отсутствие связи объясняется тем, что издержки компании от чрезмерного мониторинга женщинами превышают существующую пользу от мониторинга. В подтверждение данной гипотезы исследователи выявили, что в компаниях, где акционеры обладают слабыми правами, стоимость фирмы с женщинами в составе советов директоров растет. Обратная зависимость присутствует в компаниях, где акционеры обладают сильными правами.

В заключение необходимо отметить, что вопрос поиска оптимального состава совета директоров остается актуальным. Более того, наблюдается тренд увеличения доли женщин в составе советов директоров за последнее десятилетие не только в США, но и по всему миру²⁵. Можно предположить, что такой тренд выражает, скорее, стремление к эффективности, нежели к моде, и это подтверждается мнением инвесторов о значимости женщин в составе советов директоров²⁶.

8. Почему компании перестали использовать заемный капитал?

Еще одной интересной тенденцией в мире — и в США в частности — является рост доли компаний с нулевым уровнем долга. Согласно данным, приведенным в работе [Bessler et al., 2013], в США

²⁴ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2013-02-22/coca-cola-s-woman-director-nominee-bucks-slowing-diversity-trend/>.

²⁵ См. Ernst & Young LLP (2015): Women on boards: global approaches to advancing diversity.

²⁶ <http://www.usnews.com/opinion/blogs/economic-intelligence/2013/10/23/why-twitter-needs-more-women-on-its-corporate-board/>.

доля компаний, не использующих заемный капитал, стабильно росла — с 9,5% в 1988 году до 26,12% в 2011 году. Тенденцию, когда большая часть компаний полностью избегает долга, авторы статьи [Steblyayev, Yang, 2013] назвали загадкой нулевого финансового рычага (*zero-leverage puzzle*).

Причины отказа от заемного капитала до сих пор точно не установлены. В качестве одной из основных причин нулевого долга у компаний называют наличие у них финансовых ограничений (*financial constraint*) [Bessler, 2013; Devos et al., 2012]. Здесь речь прежде всего идет о том, что у небольших новых компаний доступ к заемному капиталу ограничен в силу отсутствия деловой репутации и кредитной истории. В таких случаях заемное финансирование для них становится более дорогим. Авторы статьи [Devos et al., 2012] также утверждают, что нулевой долг у многих компаний — вынужденное явление.

Тем не менее это не может объяснить явную тенденцию увеличения доли компаний с нулевым долгом. Важен фактор отрасли: компании, проводящие политику «отсутствия рычага», в основном сосредоточены в области медицины, IT и в энергетическом секторе. Одним из объяснений подобной политики может служить нежелание брать на себя дополнительные риски. Финансовая неустойчивость подобной компании приведет к огромным издержкам со стороны клиентов, поставщиков, работников. В IT-компаниях значительная часть деятельности приходится на ведение сервисов, которые перестают работать в случае банкротства. Тогда компания теряет шанс погасить даже часть долга, и наличие дополнительных рисков приобретает особую значимость. В то же время торговые или энергетические компании всегда могут сбыть свою продукцию и на вырученные средства покрыть задолженность [Steblyayev, Yang, 2013].

Альтернативными причинами нулевого финансового рычага могут быть как «окапывание» менеджмента, не желающего дополнительного контроля над денежными средствами компании [Jensen, Meckling, 1976], так и инвестиционная политика компании, требующая значительных капитальных вложений в будущих периодах [Leary, Roberts, 2005; Arslan-Ayaydin et al., 2012].

Кроме того, одним из объяснений отсутствия долга у ряда компаний является избыток свободных денежных средств, которые за неимением более эффективных вариантов используются на погашение долга. В первую очередь это касается успешных компаний из сферы IT. Например, *Google*, *Apple*, *Microsoft* располагают 23% всех денежных резервов США²⁷. Всего технологические компании в США

²⁷ <https://9to5mac.com/2016/05/24/aapl-cash-reserves-moodys/>.

располагают 777 млрд долл., что составляет 46% от всех денежных запасов (без учета финансовых организаций).

Наконец, на повышение доли компаний с нулевым уровнем долга мог повлиять кризис 2007–2008 годов, в результате которого в большей степени пострадали компании, имеющие высокий уровень долговой нагрузки, — таким образом компании стараются избежать дополнительного риска возникновения финансовой неустойчивости.

9. Дискуссия

Структурные изменения в экономике США повлекли за собой серьезные изменения в структуре собственности, в составе советов директоров и в уровне долговой нагрузки компаний. На первый взгляд, прямых взаимосвязей между данными изменениями нет. Однако мы считаем, что у всех этих изменений есть общий мотив. Мы отметили в качестве очевидного тренда рост предпринимательской собственности. По сравнению с другими акционерами для предпринимателей в целом характерна меньшая степень неприятия риска. Компаниям в новых секторах экономики (например, социальным сетям или биотехнологическим компаниям) свойственен более высокий уровень бизнес-риска. Когда стартап становится растущей компанией, инвесторы вынуждены находить новые инструменты компенсации риска. Во-первых, необходимость снижения рисков частично объясняет моду на сокращение долга или даже на полный отказ от заемного капитала. Во-вторых, традиционно считается, что женщины менее склонны к риску, чем мужчины. Это позволяет обосновать наличие обратной взаимосвязи между числом женщин в совете директоров и уровнем финансового и операционного риска [Saeed et al., 2016]. В-третьих, тенденция к наделению советов директоров почти полной независимостью позволяет диверсифицировать риски при принятии стратегических решений внутри компании.

Остается немало вопросов.

1. Не ясно, будет ли собственность предпринимателей приобретать семейную форму, приводя к возобновлению традиций семейного бизнеса. Сейчас можно говорить о наличии двух противодействующих трендов: (1) активное развитие частных стартапов без выхода на публичный рынок, что кажется предпосылкой для роста семейной собственности, и (2) слишком динамичный темп изменения технологий, не совпадающий с горизонтом планирования семейного бизнеса. Сложно предсказать, что будет с социальными сетями через 25 лет, когда актуальной станет передача *Facebook* по наследству.

2. Динамика концентрации собственности. Если реализуется сценарий развития семейной собственности, то распыление собственности, характерное для англо-саксонской модели управления, должно уйти в прошлое. Если же реализуется альтернативный сценарий, может наблюдаться как сохранение распыленной собственности за счет огромного количества институциональных инвесторов, так и концентрация собственности в руках частных инвесторов.

Итак, мы видим несколько вариантов структурной перестройки экономики США, но лишь один из них сохраняет лидирующие позиции англо-саксонской модели управления и собственности. При этом через десять лет мы с большой вероятностью будем наблюдать иную картину собственности в крупнейших корпорациях мира.

Ekonomicheskaya Politika, 2016, vol. 11, no. 6, pp. 36-59

Maria S. KOKOREVA, Cand. Sci. (Econ.), associate professor,
Department of Finance.
E-mail: mskokoreva@gmail.com.

Anastasia N. STEPANOVA, Cand. Sci. (Econ.), associate professor,
Department of Finance.
E-mail: anastasianstepanova@gmail.com.

Elena V. KARNOUKHOVA.
E-mail: elena.karnouhova@gmail.com.

Corporate Finance Center, National Research University Higher School
of Economics (26, Shabolovka ul., Moscow, 119049, Russian Federation).

What We Do not Know about the Ownership Structure of the Largest U. S. Companies?

Abstract

The recent restructuring of the economy has led to the fact that the leaders of information technology sector — Apple, Google, Facebook, Microsoft, Amazon — became the largest companies in the world, replacing the banking and oil and gas sectors. The emergence of a large number of technology start-ups resulted in the increase of the entrepreneurial ownership. Business founders tend to issue dual class stocks to retain control over key corporate decisions. The capital structure and the Board of Directors structure alter along with changes in the ownership structure. In many large companies, more than 90% of directors have become independent. At the same time, the diversification of the board of directors is improving by the active involvement of women in decision-making processes. Zero debt popularity reflect the changes in the attitude to risk. The article examines the main trends in the ownership structure of the largest US companies. The research consolidates the results of theoretical and empirical research in the field

of corporate governance, capital structure and ownership structure in the developed markets. We provide the analysis of the dispersed ownership as the element of Anglo-Saxon corporate governance model based on historical trends in the ownership structure of companies in the US. The appearance of new sectors, the rapid development of entrepreneurial ownership, the return of the popularity of dual class shares, the fashion for gender diversification in the board of directors and the phenomenon of zero debt level are illustrated by case studies of actual corporations and analytical reports. We discuss all of the identified trends in terms of risk. In order to hedge the higher business risks of new sectors the top management and investors reduce debt, invite women to the board of directors and increase the degree of independence of the board of directors.

Keywords: ownership structure, capital structure, risk level, the Board of Directors, ownership concentration.

JEL: G32, G34.

References

1. Adams R. B., Ferreira D. Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of Financial Economics*, 2009, vol. 94, no. 2, pp. 291-309.
2. Agarwal R., Shah K. Knowledge sources of entrepreneurship: Firm formation by academic, user and employee innovators. *Research Policy*, 2014, vol. 43, pp. 1109-1133.
3. Agarwal R., Audretsch D., Sarkar M. Knowledge spillovers and strategic entrepreneurship. *Strategic Entrepreneurship Journal*, 2010, vol. 4, pp. 271-283.
4. Anderson R., Reeb D. Founding-family ownership and firm performance: Evidence from the S&P500. *The Journal of Finance*, 2003, vol. 58, iss. 3, pp. 1301-1328.
5. Arslan-Ayaydin Ö., Florackis C., Ozkan A. Financial flexibility, corporate investment and performance: evidence from financial crises. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 2014, vol. 42, iss. 2, pp. 211-250.
6. Barclay M., Holderness C. Private benefits from control of public corporations. *Journal of Financial Economics*, 1989, vol. 25, pp. 371-395.
7. Beasley M. An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud. *The Accounting Review*, 1996, vol. 71, no. 4, pp. 443-465.
8. Berle A., Means G. *The modern corporate and private property*. New York, 1932.
9. Bessler W., Drobetz W., Haller R., Meier I. The international zero-leverage phenomenon. *Journal of Corporate Finance*, 2012, no. 23, pp. 196-221.
10. Burkart M., Gromb D., Panunzi F. Large shareholders, monitoring and the value of the firm. *Quarterly Journal of Economics*, 1997, vol. 112, iss. 3, pp. 693-728.
11. Carter D., Simkins B., Simpson G. Corporate governance, board diversity and firm value. *The Financial Review*, 2003, vol. 38, pp. 33-53.
12. DeAngelo H., DeAngelo L. Managerial ownership of voting rights. A study of public corporations with dual classes of common stock. *Journal of Financial Economics*, 1985, vol. 14, iss. 1, pp. 33-69.
13. Denis K., McConnell J. *International corporate governance*. Finance Working Paper No 052003; Tuck-JQFA Contemporary Corporate Governance Issues II Conference. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=320121/>.
14. Devos J., van Landeghem H., Deschoolmeester D. SMEs and IT: Evidence for a market for "Lemons". *The Electronic Journal Information Systems Evolution*, 2012, vol. 15, iss. 1, pp. 25-35.
15. Falato A., Kadyrzhanova D., Lel U. Distracted directors: Does board busyness hurt shareholder value? *Journal of Financial Economics*, 2014, vol. 113, iss. 3, pp. 404-426.
16. Fama E. Agency problems and the theory of the firm. *The Journal of Political Economy*, 1980, vol. 88, no. 2, pp. 288-307.

17. Fama E., Jensen M. Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 1983, vol. 26, no. 2, pp. 301-325.
18. Farrell K., Hersch P. Additions to corporate boards: The effect of gender. *Journal of Corporate Finance*, 2005, vol. 11, pp. 85-106.
19. Fields M., Keys P. The emergence of corporate governance from Wall st. to Main st.: Outside directors, board diversity, earnings management, and managerial incentives to bear risk. *The Financial Review*, 2003, vol. 38, no. 1, pp. 1-24.
20. Ganco M. Cutting the Gordian knot: The effect of knowledge complexity on employee mobility and entrepreneurship. *Strategic Management Journal*, 2013, vol. 34, iss. 6, pp. 666-686.
21. Grossman S., Hart O. One share, one vote and the market for corporate control. *Journal of Financial Economics*, 1988, vol. 20, pp. 175-202.
22. Hechavarrí D., Matthews C., Reynolds P. Does start-up financing influence start-up speed? Evidence from the panel study of entrepreneurial dynamics. *Small Business Economy*, 2016, vol. 46, pp. 137-167.
23. Higgs D. *Review of the role and effectiveness of non-executive directors*. Available at: www.dti.gov.uk/cld/non_exec_review/.
24. Holderness G. The myth of diffuse ownership in the united states. *Review of Financial Studies*, 2009, vol. 22, iss. 4, pp. 1377-1408.
25. Howell J. The survival of the U.S. dual class share structure. *Journal of Corporate Finance*, 2014. Available online at: <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0929119914000790/>.
26. Iturriaga L., Rodríguez M. Boards of directors and firm performance: The effect of multiple directorships. *Spanish Journal of Finance and Accounting*, 2014, vol. 43, iss. 2, pp. 177-192.
27. Ivashkovskaya I., Stepanova A. Does strategic corporate performance depend on corporate financial architecture? Empirical study of European, Russian and other emerging market's firms. *Journal of Management & Governance*, 2011, vol. 15, iss. 4, pp. 603-616.
28. Jarrell G., Poulsen A. Dual-class recapitalizations as antitakeover mechanisms. The recent evidence. *Journal of Financial Economics*, 1988, vol. 20, iss. 1, pp. 129-152.
29. Jensen M., Meckling W. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 1976, vol. 3, no. 4, pp. 305-360.
30. Jordan B., Liu M., Wu Q. Corporate payout policy in dual-class firms. *Journal of Corporate Finance*, 2014, vol. 26, pp. 1-19.
31. Klein A. Audit committee, board of director characteristics and earnings management. *Journal of Accounting and Economics*, 2002, vol. 33, iss. 3, pp. 375-400.
32. La Porta R., Lopez-De-Silanes F., Shleifer A. Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance*, 1999, vol. 54, pp. 471-517.
33. Leary M., Roberts M. Do firms rebalance their capital structures? *The Journal of Finance*, 2005, vol. 60, iss. 6, pp. 2575-2619.
34. Leland H., Pyle D. Informational asymmetries, financial structure and financial intermediation. *The Journal of Finance*, 1977, vol. 32, iss. 2, pp. 371-87.
35. Leone F., Parise G., Somavilla C. *Nepotism everywhere: The real effects of widespread family ties*. EFA 2016-CFGE-17: Family Ties and Corporate Finance.
36. Morck R., Shleifer A., Vishny R. Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 1988, vol. 20, pp. 293-315.
37. Obstfeld M., Taylor A. M. *Globalization and capital markets. Globalization in historical perspective*. University of Chicago Press, 2003, pp. 121-188.
38. Saeed A. Belghitar Y. Firm-level determinants of gender diversity in the boardrooms: Evidence from some emerging markets. *International Business Review*, 2016, vol. 25, pp. 1076-1088.

39. Seligman J. Equal protection in shareholder voting rights: The one common share, one vote controversy. *The George Washington Law Review*, 1986, no. 54, pp. 687-725.
40. Steblyayev I., Yang B. The mystery of zero-leverage firms. *Journal of Financial Economics*, 2013, vol. 109, pp. 1-23.
41. Stulz R. The limits of financial globalization. *The Journal of Finance*, 2005, vol. 60, pp. 1595-1638.
42. Tirole J. *The theory of corporate finance*. Princeton University Press, 2006.
43. Upadhyay A., Zeng H. Gender and ethnic diversity on boards and corporate information environment. *Journal of Business Research*, 2014, vol. 67, no. 11, pp. 2456-2463.
44. Villalonga B., Amit R. How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics*, 2006, vol. 80, iss. 2, pp. 385-417.
45. Weisbach D. Outside directors and CEO turnover. *Journal of Financial Economics*, 1988, vol. 20, pp. 431-460.
46. Williamson O. Corporate finance and corporate governance. *The Journal of Finance*, 1988, vol. 43, no. 3, pp. 567-591.
47. Winston S., Shah K. Do innovative users generate more useful insights? An analysis of CVC investment in the medical device industry. *Strategic Entrepreneurship Journal*, 2013, vol. 7, iss. 2, pp. 151-167.