

Корпоративное управление

Мотивы и стратегии мажоритарных инвесторов: влияние на корпоративное управление

Мария Сергеевна Кокорева

ORCID: 0000-0001-5919-2332

Кандидат экономических наук,
доцент Школы финансов, научный сотрудник
лаборатории корпоративных финансов,
Национальный исследовательский университет
«Высшая школа экономики»
(РФ, 109028, Москва, Покровский бульвар, 11).
E-mail: mskokoreva@gmail.com

Анастасия Николаевна Степанова

ORCID: 0000-0002-7783-1246

Кандидат экономических наук,
доцент Школы финансов, научный сотрудник
лаборатории корпоративных финансов,
Национальный исследовательский
университет «Высшая школа экономики»
(РФ, 109028, Москва, Покровский бульвар, 11).
E-mail: anastasianstepanova@gmail.com

Буллат Рафикович Гайфеев

ORCID: 0000-0003-1712-4387

Стажер лаборатории корпоративных финансов,
Национальный исследовательский
университет «Высшая школа экономики»
(РФ, 109028, Москва, Покровский бульвар, 11).
E-mail: gayfbulat17@gmail.com

Аннотация

В настоящее время в мире наблюдается рост концентрации собственности. В работе изучается этот феномен и его влияние на корпоративное управление и эффективность компании. Авторы учитывают тот факт, что институциональные инвесторы имеют разные цели и мотивы. Некоторые из них, желая оказывать влияние на стратегию компании, становятся активными участниками системы корпоративного управления; другие (ориентированные на краткосрочные цели) остаются пассивными инвесторами. В данном исследовании отдельно рассматривается влияние, оказываемое традиционными инвестиционными менеджерами и хедж-фондами, на корпоративное управление и эффективность компаний. На выборке нефинансовых компаний из индекса Russell 3000 с помощью регрессионного анализа панельных данных показано, что влияние мажоритарных акционеров на корпоративное управление и эффективность компании зависит от мотивов акционеров и их стратегий. Для оценки качества корпоративного управления построен индекс, который включает в себя показатели, отвечающие за глубину агентского конфликта, характеристики советов директоров и соблюдение прав акционеров. Авторы доказывают, что традиционные инвестиционные менеджеры, во-первых, предпочитают инвестировать в компании с уже высоким качеством корпоративного управления и, во-вторых, улучшают корпоративное управление в будущем, что приводит к росту эффективности компаний. Для хедж-фондов выявлена обратная зависимость. Хедж-фонды с крупными пакетами акций негативно влияют на уровень корпоративного управления и не влияют на показатели эффективности компании. Таким образом, в работе показана значимость разных мотивов крупных инвесторов для компании в условиях растущей концентрации собственности.

Ключевые слова: концентрация собственности, мажоритарные акционеры, структура собственности, институциональные инвесторы, агентские конфликты.

JEL: G32, G34.

Исследование осуществлено в рамках Программы фундаментальных исследований НИУ ВШЭ в 2019 году.

Статья поступила в редакцию в декабре 2021 года

Corporate Governance

Motives and Strategies of the Largest Investors: Influence on Corporate Governance

Maria S. Kokoreva

Cand. Sci. (Econ.), Associate Professor,
School of Finance, Research Fellow,
Corporate Finance Center, National Research
University Higher School of Economics,^a
mskokoreva@gmail.com

Bulat R. Gaifeev

Research Intern, Corporate Finance Center,
National Research University Higher
School of Economics,^a
gayfbulat17@gmail.com

^a11, Pokrovskiy bul'var, Moscow, 109028,
Russian Federation

Anastasia N. Stepanova

Cand. Sci. (Econ.), Associate Professor,
School of Finance, Research Fellow,
Corporate Finance Center, National Research
University Higher School of Economics,^a
anastasianstepanova@gmail.com

Abstract

Concentration of corporate ownership has increased worldwide during recent years, especially in the holdings of the largest investors. The paper examines this trend in order to understand how changes in the stakes of the largest shareholders affect corporate governance and performance. In order to take into account the different goals and motives among institutional investors, the effects on corporate governance and performance attributable to the largest ownership stakes by traditional investment managers and by hedge funds are studied separately. A sample of non-financial companies from the Russell 3000 index indicates that the influence of the largest shareholders on corporate governance and performance depends on shareholders' motives and strategies. The authors employ regression analysis of panel data to construct an index of the quality of corporate governance, which then shows that traditional investment managers prefer to invest in companies that already have superior corporate governance and that these investors bring about further improvements in governance, which also benefit performance. The influence of hedge funds as the largest owners is the opposite. Hedge funds with large holdings tend to degrade corporate governance and have no effect on performance. This paper concludes that the different motives of large investors in a company become quite significant as ownership becomes increasingly concentrated.

Keywords: ownership concentration, largest shareholders, ownership structure, institutional investors, agency conflicts.

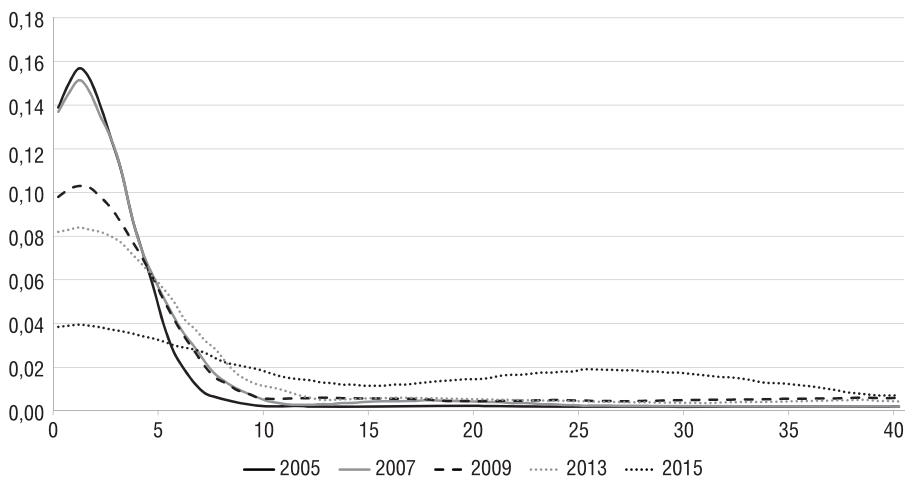
JEL: G32, G34.

Acknowledgements

This paper was prepared as part of a research project under the NRU HSE's Annual Thematic Plan for Basic and Applied Research in 2019.

Введение

В последние двадцать лет в США наблюдается рост концентрации собственности в руках институциональных инвесторов, основателей компаний и мажоритарных инвесторов в целом [Holderness, 2009]. За это время крупнейшие институциональные инвесторы (*BlackRock*, *Vanguard* и *State Street Global Advisors*) увеличили свои доли собственности в компаниях S&P 500 почти в четыре раза [Bebchuk, Hirst, 2019]. Сегодня институциональные инвесторы предпочитают крупные пакеты акций (свыше 5%) традиционным миноритарным инвестициям (рис. 1). Некоторые из них, желая оказывать влияние на стратегию компании, становятся активными участниками системы корпоративного управления; другие остаются пассивными инвесторами.



Источник: расчеты авторов.

Рис. 1. Распределение доли собственности мажоритария

Fig. 1. Distribution of Largest Ownership Stake

Рост доли институциональных инвесторов увеличивает вероятность возникновения конфликта принципал — принципал. Институциональные инвесторы преследуют разные цели. Пенсионные фонды и страховые компании предпочитают минимальные уровни риска, они склонны к получению выплат дивидендов денежными средствами в силу особенностей бизнес-модели. Хедж-фонды готовы к существенному риску и максимизируют доходность для своих инвесторов. Свои предпочтения есть у каждого типа институциональных инвесторов: от традиционных инвестиционных менеджеров до университетских эндаумент-фондов. Но чаще всего в исследованиях институциональных инвесторов рассматривают как совокупность, не обращая внимания на различия в их целях. Сей-

час, когда концентрация собственности в руках институциональных инвесторов растет, разница в мотивах актуализируется. Возрастает вероятность конфликтов между акционерами, углубляется разрыв в предпочтениях риска и инвестиционных горизонтах.

В этом исследовании мы покажем, каким образом институциональные инвесторы с разными мотивами и предпочтениями влияют на качество корпоративного управления. В зависимости от мотивов мажоритарные акционеры могут либо улучшить систему корпоративного управления, либо усугубить недостатки существующей. Это, в свою очередь, приводит к росту или снижению эффективности компании (*firm performance*).

В настоящей работе рассмотрены наиболее распространенные типы инвесторов: традиционные инвестиционные менеджеры (ТИМ), активные хедж-фонды, венчурные компании и фонды прямых инвестиций (PE), индивидуальные инвесторы. На данных нефинансовых компаний, входящих в индекс Russell 3000, построен индекс качества корпоративного управления с учетом эндогенности между корпоративным управлением и долей собственности крупнейшего акционера.

Полученные результаты подтверждают тезис о существенных различиях во влиянии на компанию институциональных акционеров разных типов. Во-первых, подтверждено, что крупные акционеры могут изменить уровень корпоративного управления для достижения поставленных целей. Во-вторых, показано, что в зависимости от мотивов мажоритарного акционера эти изменения могут быть как положительными, так и отрицательными. Выявленное негативное влияние активных хедж-фондов на уровень корпоративного управления можно отнести к одному из наиболее ярких результатов. Вероятно, таким образом влияет на компанию краткосрочность целей этого типа инвестора (шорт-термизм).

Работа структурирована следующим образом. В обзоре литературы описана теоретическая база исследования и показана разница между мотивами и стимулами инвесторов на основании опубликованных работ прошлых лет. Далее представлена структура моделей и логика построения индексов корпоративного управления и агентских конфликтов. В следующей части приведены результаты тестирования моделей на данных крупнейших нефинансовых компаний. В заключении изложены выводы и ограничения исследования.

1. Обзор литературы

Кодексы корпоративного управления как реакция на агентские конфликты

В конце 1970-х годов в США впервые разработали принципы кодекса корпоративного управления, что было попыткой урегулировать

рования конфликтов между советами директоров и акционерами [Aguilera, Cuervo-Cazurra, 2009]. Необходимость введения таких корпоративных кодексов объяснялась тем, что действующее законодательство недостаточно защищало права акционеров. Основной целью введения кодексов корпоративного управления стало смягчение агентского конфликта, который возникал из-за разницы в интересах ключевых персон, вовлеченных в управление или владение компанией. Это мог быть как классический конфликт между владельцами компании и менеджерами, так и конфликт между владельцами и кредиторами, мажоритарными и миноритарными инвесторами. Например, если обе стороны агентских отношений стремятся максимизировать свою функцию полезности, менеджеры не всегда будут действовать в интересах принципала, что станет стимулом для введения механизмов ограничения отклоняющихся от нормы действий агента [Jensen, Meckling, 1976]. Стремление к устойчивости бизнеса, активное включение инвестора в концепцию ESG способны смягчить агентские проблемы и частично сблизить интересы стейкхолдеров (стейкхолдерский капитализм) [Freeman et al., 2007], но для упрощения модели мы оставим это за рамками настоящего исследования.

С появлением кодексов корпоративного управления для урегулирования конфликтов стали внедряться различные внутренние и внешние механизмы корпоративного управления, такие как мотивирующие контракты, а также мониторинг деятельности компании при помощи привлечения независимых директоров, аудиторов и крупных внешних инвесторов. Сегодня у исследователей растет интерес к анализу эффективности применения различных механизмов корпоративного управления для урегулирования агентских конфликтов. Последние работы включают в себя анализ влияния корпоративного кодекса на инвесторов-активистов (activist external stakeholders) [Aslan, Kumar, 2016], на вероятность возникновения финансовых трудностей в компании [Bravo-Urquiza, Moreno-Ureba, 2021], на положение мажоритарных акционеров [Hoi, Robin, 2010].

Одной из наиболее часто используемых рекомендаций по урегулированию агентских конфликтов является включение в совет директоров независимых членов. Независимые директора способствуют эффективной работе компании и при этом не подвергаются влиянию акционеров и других заинтересованных лиц, что позволяет им принимать взвешенные и объективные решения. Наличие независимых директоров зачастую увеличивает как расходы на НИОКР, так и дивидендные выплаты акционерам и обратный выкуп акций, когда у менеджеров могут быть мотивы инвестирования свободных денег в убыточные проекты ради соб-

ственной выгоды [Chen et al., 2020]. Существуют и другие способы смягчения агентского конфликта [Gompers et al., 2003]. Считается, например, что увеличение доли женщин среди топ-менеджеров приводит к росту степени неприятия риска, а само присутствие женщин в совете директоров может приводить к смягчению агентского конфликта. Кроме того, сюда относят разделение обязанностей генерального директора и председателя совета директоров, предоставление акционерам возможности созывать внеплановые собрания совета и иные меры [Ryan, 2004].

Концентрация собственности в руках одного акционера часто рассматривается как естественный способ смягчения агентского конфликта, поскольку это дает возможность контролировать действия менеджеров. Важен и тип крупного акционера: в компаниях с семейной собственностью инвесторы имеют более продолжительный горизонт инвестирования по сравнению с институциональными инвесторами, что значительно снижает асимметрию информации и позволяет семейным владельцам самостоятельно осуществлять мониторинг менеджеров [Ho et al., 2020].

Однако следует также учитывать, что устранение агентской проблемы между акционером и менеджерами может привести к возникновению другого конфликта между мажоритарными и миноритарными акционерами, или конфликт между принципалами [Dharwadkar et al., 2000]. Мажоритарными акционерами называют владельцев крупнейших пакетов акций, нередко превышающих 25% всех акций компании [Franks, Mayer, 1997]. Конфликт становится наиболее острым, когда мажоритарные инвесторы владеют контрольным пакетом, то есть более чем половиной пакета акций. Акционеры с контрольным пакетом голосующих акций могут использовать свое доминирующее положение для принятия решений, которые перераспределяют преимущества от миноритарных акционеров в пользу мажоритарных. В этом случае для разрешения конфликта необходимо наличие третьей стороны, в роли которой может выступать государство, вводящее защитные механизмы для миноритариев.

Негативный эффект, вызванный конфликтом между принципалами, может быть уменьшен за счет внедрения хорошо развитой системы корпоративного управления. Это позволяет ограничить возможности извлечения неденежных преимуществ контроля (non-monetary benefits of control), предотвратить неэффективные сделки с контрагентами и иные действия, приводящие к перераспределению богатства в пользу мажоритариев [Love, 2010]. Считается, что при слишком серьезном агентском конфликте в компании издержки на внедрение правил корпоративного управления будут слишком высокими, а их качество — низким. Тем не менее

исследования показывают, что система корпоративного управления в совокупности с прозрачностью действий по отношению к инвесторам приводит к более высокой капитализации, особенно в компаниях, где присутствует значимый агентский конфликт [Renders, Gaeremynck, 2012]. Проблема заключается в том, что именно мажоритарные акционеры выбирают, должна ли компания вводить или разрабатывать правила корпоративного управления. Согласно агентской теории, мажоритарные акционеры принимают решения о качестве корпоративного управления на основе сравнения затрат на создание подобных правил и будущих выгод от улучшения качества управления. Утрата привилегий, которые могут быть использованы благодаря доминирующему положению в компании (*private benefits of control*), представляет собой издержки мажоритарного акционера, в то время как возросшая вероятность успеха фирмы на рынке рассматривается как будущая прибыль [Aguilera, Cuervo-Cazurra, 2009]. Мы предполагаем, что решения мажоритариев также зависят от глубины конфликта внутри компании и мотивов различных типов инвесторов.

Чего хотят инвесторы?

Мотивы и стимулы инвесторов рассматриваются как фундаментальные факторы, определяющие взаимоотношения между активностью акционеров и их участием в процессе управления компанией [Kempf et al., 2017]. Каждый инвестор придерживается собственной стратегии, определяя таким образом позицию в вопросе о том, участвовать ли в управлении компанией. Например, фонды, специализирующиеся на прямых инвестициях (*private equity*, далее PE), нацелены на покупку акций и дальнейшее активное участие в управлении компанией и доведения ее до наиболее выгодного «выхода из инвестиции» в виде продажи или размещения акций на бирже, тогда как традиционные институциональные инвесторы акцентируют внимание на долгосрочных стратегиях [Barclay et al., 2007]. Кроме того, разница в намерениях инвесторов отражается и на показателях эффективности деятельности компании [Renders et al., 2010].

Большинство исследователей классифицируют инвесторов по степени их вовлеченности в управление компанией (активные/пассивные) и инвестиционному горизонту. Инвесторы с краткосрочными вложениями заинтересованы в текущей выгоде от компании и меньше заботятся о долгосрочных инвестициях, например в R&D [Becht et al., 2017]. При этом мониторинг долгосрочных институциональных инвесторов является сильным мотивом для менеджеров избегать отклонений от оптимального уровня инве-

стиций в долгосрочные проекты и человеческий капитал компании [Ghaly et al., 2020].

В США существует много классов инвесторов. К наиболее популярным, в разной степени интересующимся деятельностью компании, относятся:

- 1) традиционные институциональные инвесторы;
- 2) хедж-фонды;
- 3) PE и венчурные фонды;
- 4) индивидуальные инвесторы.

Наиболее распространены институциональные инвесторы так называемого традиционного типа (traditional investment managers), то есть компании, управляющие портфелями акций и/или облигаций от имени индивидуальных инвесторов или крупных владельцев активов, например пенсионных, эндаумент- и других фондов¹. Важной чертой традиционных институциональных инвесторов является их независимость, выражающаяся в отсутствии прямой связи с целевой компанией, что отражается в их стратегии при голосовании и снижает возможности для давления со стороны инсайдеров [Lin, Fu, 2017].

В современных работах рассматриваются два подхода к объяснению стимулов и мотивов традиционных инвесторов. Первый основан на исследовании инвесторов с психологической точки зрения (stewardship theory), второй использует классические предположения об агентах, заинтересованных в экономической выгоде. Настоящее исследование базируется в первую очередь на агентской теории и рассматривает инвесторов как индивидуумов, максимизирующих экономическую прибыль.

Паевые фонды, пенсионные фонды и другие финансовые компании, относящиеся к традиционным инвесторам, работают под руководством профессиональных финансистов и управляют портфелями акций большого числа компаний одновременно. Вне зависимости от желания (активное инвестирование) или нежелания (пассивное инвестирование) оказывать влияние на непосредственное управление компанией, традиционные инвестиционные менеджеры ориентированы на долгосрочные вложения с хорошей диверсификацией рисков, поскольку управляют портфелями от имени частных и государственных инвесторов [Erenburg et al., 2016]. Поэтому при выборе цели традиционные менеджеры ори-

¹ Здесь и далее классификация основана на терминологии S&P Capital IQ. <https://www.capitaliq.com/help/sp-capital-iq-help/company-profiles/investors-overview/how-do-you-define-institutional-owners.aspx>. Под традиционными инвестиционными менеджерами понимаются фирмы, управляющие портфелями акций и облигаций от имени либо индивидуальных, либо институциональных инвесторов, таких как пенсионные фонды, трасты или эндаументы.

ентируются на компании с уже сформированным хорошим корпоративным управлением.

В этой работе мы стремимся подтвердить то, что традиционные инвестиционные менеджеры преследуют долгосрочные цели и увеличивают долю собственности, когда уровень корпоративного управления возрастает, и уменьшают в обратном случае. Мы ожидаем смещенной выборки из-за положительной корреляции между долями акций, принадлежащих традиционным менеджерам, и эффективностью компании: вероятность того, что традиционные инвесторы купят акции высокоэффективной компании, выше. Следовательно, должно быть верно и обратное: традиционные инвесторы уменьшают свою долю в компании в случае снижения ее эффективности, поскольку в противном случае их портфель станет более рискованным, в то время как их задача состоит в получении максимальной доходности при минимальных рисках [Marler & Faugère, 2010].

Гипотеза 1a. Традиционный инвестиционный менеджер с высокой долей собственности инвестирует в фирмы с высоким уровнем корпоративного управления.

Гипотеза 1b. Повышение (снижение) доли традиционных инвестиционных менеджеров положительно (отрицательно) сказывается на качестве корпоративного управления в будущем периоде.

Гипотеза 1c. Повышение (снижение) доли традиционных инвестиционных менеджеров положительно (отрицательно) сказывается на эффективности компании.

Хедж-фонды по сравнению с традиционными институциональными инвесторами обладают большей гибкостью в использовании стратегий инвестирования, которые могут включать достаточно рискованные методы: короткие продажи, арбитраж, хеджирование и кредитное плечо. Если цель хедж-фонда с достаточно малой долей акций — это извлечение краткосрочной выгоды, то хедж-фонды, владеющие 5% акций или более, могут считаться стратегическими для конкретной компании.

Стоимость активов, находящихся под управлением хедж-фондов, выросла за последние два десятилетия, поэтому некоторые исследователи и политики утверждают, что их права и обязанности должны быть пересмотрены [Gregor et al., 2016]. Бизнес-модели хедж-фондов были тщательно изучены после финансового кризиса 2007–2008 годов. Активное участие в управленческих процессах и использование доминирующего положения во время голосования (см. [McNulty, Nordberg, 2015]) ориентированы на краткосрочные аномальные прибыли, полученные с помощью мажоритарных привилегий, поэтому хедж-фонды заинтересованы в низком уровне корпоративного управления и высоком уров-

не конфликта между принципалами. Мы ожидаем, что большее количество акций, принадлежащих активным хедж-фондам, имеет отрицательную корреляцию как с качеством корпоративного управления, так и с эффективностью компании.

Стоит также обратить внимание на момент выхода хедж-фонда из компании. Когда активные фонды продают мажоритарный пакет акций, предполагается несколько различных сценариев развития событий. Эти сценарии зависят от мотивов нового (входящего) мажоритарного акционера. Во-первых, он может быть ориентирован на получение частных выгод (*private benefits of control*), в этом случае вероятно снижение качества корпоративного управления. Во-вторых, новый мажоритарий может повышать уровень корпоративного управления, если считает это более выгодным для себя и компании. Если вероятность развития как первого, так и второго сценария высока, то мы ожидаем отсутствие статистически подтвержденной взаимосвязи между уровнем корпоративного управления и долей собственности мажоритарного акционера.

Гипотеза 2а. Хедж-фонды участвуют в процессе управления и действуют с учетом своих краткосрочных целей, поэтому повышение их уровня собственности отрицательно влияет на корпоративное управление.

Гипотеза 2б. Хедж-фонды участвуют в процессе управления и действуют с учетом своих краткосрочных целей, поэтому повышение их уровня собственности отрицательно влияет на эффективность компании.

Фонды РЕ и венчурные фонды меняют свою долю собственности в фирме под влиянием нескольких мотивов [Charles, 2015]. Например, авторы [Kannianen, Keuschnigg, 2004] утверждают, что венчурные фонды оптимизируют свой портфель в соответствии с предельной отдачей от проектов. Главной характеристикой фондов РЕ и венчурных фондов является инвестирование в компании на ранних стадиях жизненного цикла, начиная от зарождения и включая стадии роста. По этой причине для данной категории институциональных инвесторов особенно важную роль играет менеджмент компании [Gompers et al., 2020]. В то же время фондам РЕ приходится принимать во внимание человеческий капитал компании и соотношение переговорных сил фонда и портфельной компании [Fulghieri, Sevilir, 2009]. Однако общая идея венчурных и РЕ-фондов предполагает сильную поддержку совета директоров и активное участие представителей фондов в управлении. Этим типам фондов, как правило, не свойственно иметь краткосрочный горизонт инвестирования (*short-termism*), поэтому они заинтересованы в высокоразвитой системе корпоративного управления. На ранних этапах жизненного цикла фирмы, организованные

с участием венчурного капитала, заинтересованы в росте эффективности, и они стараются соответствовать кодексам корпоративного управления. Однако при снижении доли РЕ-фонда не стоит ожидать симметричного негативного влияния, так как дальнейшее развитие корпоративного управления зависит от стратегии выхода и нового (входящего) акционера и его мотивов.

Так как венчурные и РЕ-фонды инвестируют в компании на ранних этапах жизненного цикла, получение финансовой информации и рыночных показателей деятельности компаний затруднительно или вообще не представляется возможным. Поэтому мы не проводим эмпирическое тестирование взаимосвязи доли участия РЕ и венчурного инвестора и качества корпоративного управления компании².

Наконец, перейдем к индивидуальным инвесторам, которые стали особенно активны в начале XXI века благодаря развитию технологий и IT-отрасли, несмотря на их заметно уменьшающуюся долю в американских компаниях [Volkova, 2018]. Индивидуальный инвестор часто является основателем или соучредителем фирмы и занимает доминирующую позицию при голосовании в течение всей жизни компании. В этом случае большую роль играют поведенческие мотивы основателей. Поэтому, на наш взгляд, индивидуальных инвесторов стоит рассматривать с точки зрения поведенческих теорий, что является темой отдельного исследования³.

В настоящем исследовании мы проверяем следующие предположения.

1. Традиционные инвестиционные менеджеры инвестируют в компании с высоким уровнем корпоративного управления и способствуют его дальнейшему росту. При этом активные хедж-фонды могут, наоборот, приводить к снижению качества корпоративного управления из-за эффекта краткосрочного горизонта инвестирования.
2. Эффективность компании растет в результате роста долей традиционных инвестиционных менеджеров.

² Наши расчеты показывают, что показатели корпоративного управления и эффективности компании в среднем растут при росте доли венчурных и РЕ-фондов. При снижении доли собственности венчурных и РЕ-фондов высокая дисперсия, связанная с различиями входящих инвесторов, не позволяет получить значимые показатели изменений без контроля на характеристики и мотивы новых инвесторов. Результаты расчетов доступны по запросу.

³ Наши расчеты показывают, что в среднем показатели корпоративного управления и эффективности компаний лучше реагируют на рост доли собственности индивидуальных инвесторов, чем на снижение показателей. Тем не менее высокая дисперсия показателей говорит о значимости личностных мотивов и характеристик инвесторов, что выходит за пределы рамок настоящего исследования. Результаты расчетов доступны по запросу.

2. Дизайн исследования

Мы тестируем гипотезы о связи изменения доли мажоритарного инвестора с качеством корпоративного управления и эффективностью компании на данных американских компаний, включенных в индекс Russell 3000. Из выборки были исключены организации финансового сектора.

Финансовые данные (показатели финансовой отчетности, рыночной капитализации, уровня долговой нагрузки) получены из базы данных Bloomberg. Источником нефинансовых данных является база данных S&P Capital IQ, откуда взята информация о мажоритарных инвесторах и их типах для каждой компании за каждый год выборки. Информация для построения индекса корпоративного управления получена из баз данных Bloomberg (основные данные для разделов, характеризующих конфликт между акционерами и менеджерами) и S&P Capital IQ (основные данные для разделов, характеризующих советы директоров и соблюдение прав акционеров). Первоначальный объем данных содержит более 26 000 наблюдений с 2004 по 2015 год для 2243 компаний. Ввиду того что часть данных для построения индекса корпоративного управления не полностью раскрывается в 2004–2007 годах, для получения робастных результатов мы использовали данные за 2009–2015 годы. При этом панель не сбалансирована, количество наблюдений растет по годам. В 2009 году нам была доступна информация по 1420 компаниям, к 2019 году количество компаний с необходимой информацией достигло 1934, что связано как с большим раскрытием информации, так и с появлением новых компаний в индексе.

Исследование можно разделить на два этапа: на первом построен индекс качества корпоративного управления, на втором протестирована связь между долей собственности мажоритарного акционера, качеством корпоративного управления и эффективностью компании, измеряемой индикатором Q-Тобина. Для этого использована информация, получаемая из трех регрессий, построенных на панельных данных с фиксированными эффектами, а также проведена оценка эффективности компаний с помощью двухшагового метода наименьших квадратов (2SLS) с инструментальными переменными для учета эндогенности между долей мажоритарного акционера и качеством корпоративного управления.

Один из первых индексов корпоративного управления предложен в работе [Gompers et al., 2003], где были описаны 24 переменные, собирающие некоммерческие характеристики фирмы в индекс корпоративного управления. Существует два наиболее распространенных подхода к построению этого индекса. Один из них предполагает использование всех доступных данных, в то время как другой

базируется на том, что для предотвращения белого шума следует учитывать только самые важные детерминанты [Bebchuk et al., 2004]. При разработке индекса мы базируемся на идеях [Gompers et al., 2003] и на работе [Cheung et al., 2007], принимая также во внимание рассуждения и результаты работы [Black et al., 2006] по корейскому рынку. В итоге получен индекс, сходный по составу с полученным в [Varshney et al., 2012]. Он включает в себя три фактора: конфликт между акционерами и менеджерами, характеристики совета директоров и соблюдение прав акционеров. Далее приводится более детальное описание компонентов индекса.

Глубина агентского конфликта между менеджерами и акционерами измеряется с помощью следующих фиктивных переменных:

- *ind_dummy* — процентная доля независимых директоров в совете. Чем выше этот показатель, тем более эффективен совет директоров, а значит, тем больше у него стимулов регулировать конфликты между акционерами и менеджерами. В случаях, когда доля независимых директоров больше 40%, итоговая фиктивная переменная *independent* равна 1, если менее 40% — 0;
- *duality* — равна 1, если генеральный директор не является председателем совета директоров, и 0 — в противном случае;
- *audit_dummy* — равна 1 при наличии комитета по аудиту и 0 — в противном случае;
- *nom_dummy* — равна 1 при наличии комитета по выдвижению кандидатур и 0 — в противном случае;
- *comp_dummy* — равна 1 при наличии комитета по вознаграждению и 0 — в противном случае;
- *site_dummy* — равна 1, если на веб-сайте компании имеется специальный раздел с соответствующей информацией о политике корпоративного управления, и 0 — в противном случае;

Наконец, переменная *agency_index* представляет собой сумму значений шести компонентов, описанных выше.

Второй компонент индекса описывает **совет директоров** и рассчитывается на основе семи переменных:

- *ndir_category* — численность совета. Эта переменная является результатом преобразования числа членов совета директоров с использованием схемы, представленной в табл. 1 [Varshney et al., 2012];
- *bod_bonus_dummy* — равна 1, если у членов совета директоров компании имеются бонусы, и 0 — в противном случае;

Т а б л и ц а 1

Схема пересчета числа директоров в новую переменную

Table 1

Conversion Values Expressing the Number of Directors as a New Variable

Число директоров в совете	Значение переменной
< 6	0,5
6–7	0,65
8–9	0,8
10–11	0,9
12–13	0,95
> 13	0,9

- *outside_adv_dummy* — равна 1, если компания нанимает специальных внешних консультантов в качестве членов совета директоров, и 0 — в противном случае;
- *sec_vote_dummy* — равна 1, если в совете есть система тайного голосования, и 0 — в противном случае;
- *ceo_plan_dummy* — равна 1, если компания публикует планы генерального директора и членов правления, и 0 — в противном случае;
- *gp_dummy* — равна 1, если компания имеет специальные золотые парашютные программы для членов совета директоров и руководителей, и 0 — в противном случае;
- *change_agr_dummy* — равна 1, если члены совета могут изменить условия соглашения с генеральным директором, и 0 — в противном случае;
- *sp_meet_dummy* — равна 1, если члены правления имеют возможность собирать внеплановые собрания совета директоров, и 0 — в противном случае.

Наконец, переменная *board_index* представляет собой сумму значений семи переменных, описанных выше.

Соблюдение прав акционеров — последний блок индекса. Переменная *shareholders_index* включает в себя 5 фиктивных переменных:

- *call_meet_dummy* — равна 1, если акционеры могут созывать собрания правления, и 0 — в противном случае;
- *change_size_dummy* — равна 1, если акционеры могут изменить размер совета директоров, и 0 — в противном случае;
- *convene_dummy* — равна 1, если требования, необходимые для созыва специальных собраний, подробно изложены;
- *deriv_dummy* — равна 1, если компания раскрывает подробные данные о производных финансовых инструментах, и 0 — в противном случае;

- *sh_rights_dummy* — равна 1, если компания публикует права акционеров и объясняет свою политику, и 0 — в противном случае.

Наконец, все три компонента включены в переменную *cg_index*, суммирующую *agency_index*, *board_index* и *shareholders_index*.

В последующих формулах и таблицах эффективность компании представлена переменной *qtobin* (*firm performance*), а доля собственности мажоритария указана как переменная *tim/delta_tim* или *hedge/delta_hedge* для гипотез 1 и 2 соответственно. Модель (на примере проверки гипотезы 1) формализована следующим образом:

$$\Delta_{tim_{it}} = \gamma_1 cg_index_{it-1} + \gamma_2 qtobin_{it-1} + \gamma_3 size_{it} + \phi_{it}, \quad (1)$$

$$cg_index_{it} = \beta_1 \Delta_{tim_{it-1}} + \beta_2 top2_{it-1} + \beta_3 lev_{it} + \beta_4 size_{it} + \varphi_{it}, \quad (2)$$

$$qtobin_{it} = \alpha_1 \Delta_{tim_{it-1}} + \alpha_2 cg_index_{it} + \alpha_3 lev_{it} + \alpha_4 size_{it} + \varepsilon_{it}. \quad (3)$$

Все переменные перечислены в табл. П1 в Приложении.

Начинаем с трех уравнений, описывающих изменения в уровне доли владения мажоритария, эффективности компании и качестве корпоративного управления для учета панельного характера данных и фиксированных эффектов.

Учитывая эндогенный характер данных, используем лагированные переменные, а также дополнительно рассматриваем результаты, полученные при построении 2SLS-моделей. Для построения этих моделей оцениваем влияние изменения уровня владения мажоритарным пакетом на качество корпоративного управления, используя в качестве инструмента возраст компании.

3. Результаты

В табл. 2 представлены результаты оценки модели для подгруппы традиционных инвесторов, что позволяет проверить гипотезы 1a, 1b и 1c. Описательная статистика переменных представлена в табл. П2 Приложения.

В столбцах (1) и (2) показано, что традиционные инвестиционные менеджеры входят в компании, для которых характерен высокий уровень корпоративного управления. В первом столбце продемонстрирован этот эффект на всей выборке компаний, где ТИМ — крупнейший инвестор. Во втором столбце доказана робастность для подвыборки компаний, где доля ТИМ снижается, то есть традиционные инвестиционные менеджеры выходят (как правило, частично) из компании. Результаты в столбце (3) показывают, что со временем увеличение доли ТИМ в компании приводит

Т а б л и ц а 2

Результаты оценки модели для традиционных инвестиционных менеджеров

T a b l e 2

Results for Traditional Investment Managers

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Variables	delta_tim	delta_tim	cg_index	cg_index	qtobin
Hypothesis	1a	1a	1b	1b	1c
<i>L.cg_index</i>	0,106** (0,046)	0,279*** (0,090)			
<i>L.qtobin</i>	0,141* (0,079)	0,305*** (0,111)			
<i>Size</i>	0,263 (0,180)	0,155 (0,242)	0,997*** (0,096)	0,372* (0,200)	-0,092*** (0,034)
<i>L.delta_tim</i>			0,011** (0,005)	0,899*** (0,179)	0,005** (0,003)
<i>L.maj1</i>			-0,018* (0,009)	-0,480*** (0,094)	
<i>cg_index</i>					0,032*** (0,009)
<i>Lev</i>					-0,420*** (0,117)
Constant	-3,753*** (1,330)	-7,204*** (1,887)	3,767*** (0,768)	13,518*** (2,338)	2,556*** (0,250)
Observations	5371	2565	6011	5991	5989
Number of id	1144	1019	1146	1143	1142
F stat / Wald_chi2	4,833	5,748	39,94	71 006,97	8,795
Prob > F	0,002	0,000	0,000	0,000	0,000

Примечания: 1. В таблице представлены результаты оценки регрессий на панельных данных с учетом фиксированных эффектов по компаниям. 2. В столбце (5) регрессия с инструментальной переменной. 3. Стандартные ошибки приведены в скобках. Уровни значимости коэффициентов: *** — $p < 0,01$, ** — $p < 0,05$, * — $p < 0,1$.

к росту качества корпоративного управления. Этот результат соответствует нашим представлениям об активном вмешательстве ТИМ в принятие решений в компании, а также о том, что горизонт инвестирования ТИМ долгосрочный — именно это заставляет инвестировать в корпоративное управление, так как эффект таких инвестиций, как правило, отложенный.

В целях учета эндогенности в последнем уравнении также использован двухшаговый метод оценки с инструментальной переменной и фиксированными эффектами. Введено лагированное изменение доли традиционных инвестиционных менеджеров как эндогенной переменной. В качестве инструмента для традиционных инвестиционных менеджеров использовано разбиение компаний по возрасту по квартилям. Учет эндогенности позволяет продемонстрировать устойчивость знаков коэффициентов. Стоит отметить, что коэффициенты при изменении доли ТИМ и доле мажоритариев заметно выше (столбец (4)).

Наконец, в столбце (5) показано, что рост доли мажоритарного традиционного инвестиционного менеджера оценивается рынком положительно, хотя эффект не велик (при росте пакета мажоритария на 10 п.п. коэффициент Q-Тобина растет на 5 п.п.).

На основе проведенных расчетов можно сделать вывод, что гипотеза 1a не отвергается: увеличение уровня корпоративного управления приводит к росту доли в собственности мажоритариев, представленных традиционными инвестиционными менеджерами. Это демонстрирует желание традиционных фондов инвестировать в уже сильные компании. Для них это дешевле, чем полностью перекраивать управление в компании самим. При этом мы видим, что доля владения мажоритарного акционера положительно влияет на уровень корпоративного управления. Кроме того, подтверждена гипотеза 1b о существенном вмешательстве ТИМ во внутренние решения компании и значимом вкладе ТИМ в корпоративное управление за счет отсутствия выраженной краткосрочной ориентации (*short-termism*). Гипотеза 1c также нашла подтверждение в эконометрических результатах, что, на наш взгляд, является следствием влияния традиционных инвестиционных менеджеров на корпоративное управление.

Далее рассмотрим результаты тестирования гипотез для хедж-фондов, для которых гораздо более характерен краткосрочный горизонт инвестирования. Результаты исследования для активных хедж-фондов представлены в табл. 3.

В столбцах (1) и (2) показано, что увеличение доли хедж-фондов в компании приводит к снижению качества корпоративного управления. Данный результат соответствует нашим представлениям об активном вмешательстве этих фондов в принятие решений в компании, а также о краткосрочности их горизонта инвестирования. Именно это провоцирует быстрое негативное воздействие на качество корпоративного управления. Отметим, что результаты робастны между периодами. В целях учета эндогенности также использован двухшаговый метод оценки с инструментальной переменной и фиксированными эффектами. Увеличение доли хедж-фондов введено как эндогенная переменная (столбец (3)). Учет эндогенности позволяет продемонстрировать устойчивость знаков коэффициентов, причем сами коэффициенты значимо больше.

В столбцах (4) и (5) показано, что рост доли мажоритарного хедж-фонда не оценивается рынком как значимый положительный или отрицательный сигнал. Таким образом, гипотеза 2b не подтверждается. Здесь, вероятно, мы сталкиваемся с ограничением исследования из-за размера выборки. Хедж-фонды не так часто встречаются среди крупнейших мажоритарных инвесторов, поэтому дальнейшие исследования с учетом более мелких пакетов акций может улучшить понимание их влияния на компании.

Т а б л и ц а 3

Результаты оценки модели для подгруппы хедж-фондов

T a b l e 3

Results for Hedge Funds

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Variables	cg_index	cg_index	cg_index	qtobin	qtobin
<i>delta_hedge</i>	-0,037*** (0,011)		-0,378** (0,186)	-0,023* (0,012)	
<i>size</i>	0,148 (0,154)	0,336 (0,236)	0,435 (0,444)	0,327 (0,290)	-0,037 (0,265)
<i>L.top2</i>	-0,035*** (0,012)		-0,273** (0,132)		
<i>L.delta_hedge</i>		-0,026** (0,011)			0,003 (0,013)
<i>cg_index</i>				0,084 (0,103)	0,139 (0,097)
<i>L.lev</i>				2,092** (0,965)	
<i>lev</i>					2,586*** (0,987)
<i>Constant</i>	10,401*** (1,045)	7,953*** (1,581)	15,234*** (3,837)	-1,271 (2,131)	0,708 (2,120)
Observations	308	274	308	289	287
Number of id	142	126	142	131	133
F stat/ Wald_chi2	4,448	4,209	7459,3	2,479	3,539
Prob > F	0,005	0,016	0,000	0,046	0,009

Примечания: 1. В таблице представлены результаты оценки регрессий на панельных данных с учетом фиксированных эффектов по компаниям. 2. В столбце (4) регрессия с инструментальной переменной. 3. Стандартные ошибки приведены в скобках. 4. Уровни значимости коэффициентов: *** — $p < 0,01$, ** — $p < 0,05$, * — $p < 0,1$.

Наши результаты подтверждают основную идею о том, что в зависимости от конкретного типа инвестора и его стратегии (краткосрочной или не слишком краткосрочной) наблюдается разнонаправленное влияние институциональных инвесторов на качество корпоративного управления и в целом на рыночную оценку эффективности компании.

Заключение

Значимый рост концентрации собственности в последние годы заставляет пересмотреть классические теории корпоративных финансов, основанные на предположении о компаниях с распыленной структурой собственности. В условиях роста доли собственности мажоритариев можно ожидать усиления их влияния как на агентские издержки, так и на уровень корпоративного управления и эффективность компании.

Настоящее исследование посвящено анализу влияния изменений доли мажоритарных акционеров в компаниях США на

качество корпоративного управления в этих компаниях и их эффективность. Показана недостаточность исследования влияния институциональных инвесторов на корпоративное управление и эффективность компании, так как разные группы институциональных инвесторов преследуют различные цели и ориентируются на различные инвестиционные горизонты. В зависимости от мотивов мажоритарные акционеры могут как улучшить систему корпоративного управления, так и усугубить недостатки существующей.

Проведенное нами исследование на данных компаний США из индекса Russell 3000 за 2004–2015 годы показало, что повышения качества корпоративного управления и эффективности компании стоит ожидать в случае роста доли собственности, находящейся в руках традиционных инвестиционных менеджеров. Отсутствие выраженного шорт-термизма, или краткосрочного горизонта инвестирования, позволяет традиционным инвестиционным менеджерам инвестировать в корпоративное управление, тем самым влияя на эффективность компании. В то же время при увеличении доли собственности хедж-фондов не стоит ожидать роста эффективности и качества корпоративного управления. Активные хедж-фонды, нацеленные на краткосрочные цели, оказывают негативное влияние на уровень корпоративного управления.

Работа имеет ряд ограничений. Во-первых, часть факторов индекса корпоративного управления представлена фиктивными переменными, и мы не можем измерить степень влияния данных факторов, а лишь фиксируем его наличие. Во-вторых, в моделях предполагается эндогенность увеличения доли мажоритариев и корпоративного управления. Мы решаем эту проблему технически, используя двухшаговые модели оценки с фиксированными эффектами и инструментальными переменными.

Результаты работы позволяют больше узнать о механизмах влияния крупнейших акционеров на корпоративное управление. Во-первых, мы продемонстрировали, что крупнейшие акционеры могут изменить уровень корпоративного управления в компании для достижения поставленных целей. Это означает, что остальные инвесторы на рынке способны предсказывать изменения в качестве корпоративного управления и эффективности исходя из информации об изменении доли мажоритарного собственника. Во-вторых, мы показали, что в зависимости от типа мажоритарного акционера и его инвестиционного горизонта эти изменения могут быть как положительными, так и отрицательными. В частности, было выявлено негативное влияние активных хедж-фондов. Этот результат требует более тщательного дальнейшего анализа и выработки законодательных предложений по ответственности таких фондов.

Приложение

Appendix

Таблица П 1

Определения переменных, используемых в модели

Table A 1

Definitions of Variables

Переменная	Описание/Определение
<i>cg_index</i>	Индекс корпоративного управления, рассчитанный на основе трех компонентов ^a
<i>qtobin</i>	Эффективность компании, Q-Tobin, отношение рыночной стоимости собственного капитала компании к его балансовой стоимости
<i>Tim</i>	Доля собственности крупнейшего акционера компании, являющегося традиционным инвестиционным менеджером
<i>delta-tim</i>	Изменение доли собственности крупнейшего акционера компании, являющегося традиционным инвестиционным менеджером
<i>hedge</i>	Доля собственности крупнейшего акционера компании, являющегося хедж-фондом
<i>delta_hedge</i>	Изменение доли собственности крупнейшего акционера компании, являющегося хедж-фондом
<i>top2</i>	Доля собственности в руках первых двух крупнейших акционеров
<i>maj1</i>	Доля собственности крупнейшего акционера (%)
<i>Size</i>	Натуральный логарифм совокупных активов компании.
<i>Age</i>	Возраст компании
<i>Lev</i>	Отношение балансовой стоимости совокупного долга к балансовой стоимости совокупного капитала

^a Подробнее о расчете в разделе 2 «Дизайн исследования».

Таблица П 2

Описательная статистика используемых в модели переменных

Table A 2

Descriptive Statistics for Variables

Variable	Obs	Mean	Standard deviation	Min	Max
<i>tim</i>	10 693	10,325	4,647	0,016	100
<i>delta_tim</i>	9760	−0,200	4,465	−55,611	25,243
<i>hedge</i>	1149	15,956	12,269	0,274	84,269
<i>delta_hedge</i>	610	−0,646	7,691	−46,573	70,867
<i>maj1</i>	17 960	15,697	13,200	0,016	100
<i>cg_index</i>	10 464	10,931	2,345	0,500	16,95
<i>qtobin</i>	17 940	2,243	1,634	0,275	10,477
<i>size</i>	17 630	6,985	2,094	0,000	16,880
<i>lev</i>	17 627	0,219	0,224	0,000	1,274

References

1. Aggarwal R., Erel I., Starks L. Influence of Public Opinion on Investor Voting and Proxy Advisors. *SRRN*, 2015, July. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2447012.
2. Aguilera R. V., Cuervo-Cazurra A. Codes of Good Governance. *Corporate Governance: An International Review*, 2009, vol. 17, pp. 376-387.
3. Aslan H., Kumar P. The Product Market Effects of Hedge Fund Activism. *Journal of Financial Economics*, 2016, vol. 119, pp. 226-248.
4. Barclay M. J., Holderness C.G., Sheehan D. P. Private Placements and Managerial Entrenchment. *Journal of Corporate Finance*, 2007, vol. 13, pp. 461-484.
5. Bebchuk L. A., Cohen A., Ferrell A. What Matters in Corporate Governance? *Review of Financial Studies*, 2004, vol. 22, pp. 783-827.
6. Becht M., Franks J., Grant J., Wagner H. F. Returns to Hedge Fund Activism: An International Study. *The Review of Financial Studies*, 2017, vol. 30, no. 9, pp. 2933-2971.
7. Bhagat S., Black B. The Non-Correlation Between Board Independence and Long-Term Firm Performance. *Journal of Corporation Law*, 2002, vol. 27, pp. 231-272.
8. Black B., Jang H., Kim W. Does Corporate Governance Affect Firms' Market Values? Evidence from Korea. *Journal of Law, Economics, and Organization*, 2006, vol. 22, no. 2, pp. 366-413.
9. Bravo-Urquiza F., Moreno-Ureba E. Does Compliance with Corporate Governance Codes Help to Mitigate Financial Distress? *Research in International Business and Finance*, 2021, vol. 55, 101344.
10. Charles A. Private Equity Performance: A Survey. *Annual Review of Financial Economics*, 2015, vol. 7, pp. 597-614.
11. Chen R. R., Guedhami O., Yang Y., Zaynutdinova G. R. Corporate Governance and Cash Holdings: Evidence from Worldwide Board Reforms. *Journal Of Corporate Finance*, 2020, vol. 65, 101771.
12. Cheung Y.-L., Thomas Connelly J., Limpaphayom P., Zhou L. Do Investors Really Value Corporate Governance? Evidence from the Hong Kong Market. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 2007, vol. 18, pp. 86-122.
13. Chrisostomos F., Ozkan A. The Impact of Managerial Entrenchment on Agency Costs: An Empirical Investigation Using UK Panel Data. *European Financial Management*, 2009, vol. 15, pp. 497-528.
14. Claessens S., Djankov S., Fan J., Lang L. Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings. *Journal of Finance*, 2002, vol. 57, pp. 2741-2771.
15. Dharwadkar R., George G., Brandes P. Privatization in Emerging Economies: An Agency Theory Perspective. *Academy of Management Review*, 2000, vol. 25, pp. 650-669.
16. Dyck A., Zingales L. Private Benefits of Control: An International Comparison. *Journal of Finance*, 2004, vol. 59, pp. 537-600.
17. Faccio M., Lang L., Young L. Dividends and Expropriation. *The American Economic Review*, 2001, vol. 91, pp. 54-78.
18. Faure-Grimaud A., Gromb D. Public Trading and Private Incentives. *The Review of Financial Studies*, 2004, vol. 17, pp. 985-1014.
19. Franks J., Mayer C. Corporate Ownership and Control in the UK, Germany, and France. *Journal of Applied Corporate Finance*, 1997, vol. 9, no. 4, pp. 30-45.
20. Fulghieri P., Sevilir M. Size and Focus of a Venture Capitalist's Portfolio. *The Review of Financial Studies*, 2009, vol. 22, pp. 4643-4680.
21. Ghaly M., Dang V. A., Stathopoulos K. Institutional Investors' Horizons and Corporate Employment Decisions. *Journal of Corporate Finance*, 2020, vol. 64, 101634.
22. Gompers P., Ishii J., Metrick A. Corporate Governance and Equity Prices. *Quarterly Journal of Economics*, 2003, vol. 118, pp. 107-155.
23. Gompers P. A., Gornall W., Kaplan S. N., Strebulaev I. A. How Do Venture Capitalists Make Decisions? *Journal of Financial Economics*, 2020, vol. 135, no. 1, pp. 169-190.

24. Goranova M., Ryan L. V. Shareholder Activism: A Multidisciplinary Review. *Journal of Management*, 2014, vol. 40, pp. 1230-1268.
25. Gregor K., Berg N., Lewis B. Piggybacking and Double-Dipping: What Asset Managers Can Learn from the Life Sciences' Experience with the SEC and the IRS. *Journal of Taxation and Regulation of Financial Institutions*, 2016, vol. 30, pp. 11-22.
26. Hirst S., Bebchuk L. The Specter of the Giant Three. *Boston University Law Review*, 2019, vol. 99, no. 3, pp. 721.
27. Ho J., Huang C. J., Karuna C. Large Shareholder Ownership Types and Board Governance. *Journal of Corporate Finance*, 2020, vol. 65, pp. 101-115.
28. Hoi C. K., Robin A. Agency Conflicts, Controlling Owner Proximity, and Firm Value: An Analysis of Dual-Class Firms in the United States. *Corporate Governance: An International Review*, 2010, vol. 18, pp. 124-135.
29. Holderness G. The Myth of Diffuse Ownership in the United States. *Review of Financial Studies*, 2009, vol. 22, pp. 1377-1408.
30. Jensen M. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, 1986, vol. 76, pp. 323-329.
31. Kanninen V., Keuschnigg C. Start-Up Investment with Scarce Venture Capital Support. *Journal of Banking and Finance*, 2004, vol. 28, pp. 1935-1959.
32. Kempf E., Manconi A., Spalt O. Distracted Shareholders and Corporate Actions. *Review of Financial Studies*, 2017, vol. 30, pp. 1660-1695.
33. Love I. Corporate Governance and Performance Around the World: What We Know and What We Don't. *The World Bank Observer*, 2011, vol. 26, no. 1, pp. 42-70.
34. Marler J. H., Faugère C. Shareholder Activism and Middle Management Equity Incentives. *Corporate Governance: An International Review*, 2010, vol. 18, pp. 313-328.
35. Maury B., Pajuste A. Multiple Large Shareholders and Firm Value. *Journal of Banking & Finance*, 2005, vol. 29, pp. 1813-1834.
36. McCahery J. A., Sautner Z., Starks L. T. Behind the scenes: The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors. *The Journal of Finance*, 2016, vol. 71, no. 6, pp. 2905-2932.
37. McNulty T., Nordberg D. Ownership, Activism and Engagement: Institutional Investors as Active Owners. *Corporate Governance: An International Review*, 2016, vol. 24, no. 3, pp. 346-358.
38. Renders A., Gaeremynck A. Corporate Governance, Principal-Principal Agency Conflicts, and Firm Value in European Listed Companies. *Corporate Governance: An International Review*, 2012, vol. 20, pp. 125-143.
39. Renders A., Gaeremynck A., Sercu P. Corporate-Governance Ratings and Company Performance: A Cross-European Study. *Corporate Governance: An International Review*, 2010, vol. 18, pp. 87-106.
40. Ryan Jr., H. E., Wiggins III R. A. Who Is in Whose Pocket? Director Compensation, Board Independence, And Barriers To Effective Monitoring. *Journal Of Financial Economics*, 2004, vol. 73, pp. 497-524.
41. Schiehl E., Ahmadjian C., Filatotchev, I. National Governance Bundles Perspective: Understanding the Diversity of Corporate Governance Practices at the Firm and Country Levels. *Corporate Governance: An International Review*, 2014, vol. 22, pp. 179-184.
42. Varshney P., Kaul V., Vasal V. Corporate Governance Index and Firm Performance: Empirical Evidence from India. SSRN, 2012, April. <http://ssrn.com/abstract=2103462>.
43. Volkova E. Blockholders Diversity: Effect of Polyphony on the Power of Monitoring. SSRN, 2018. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3047469.