

pISSN 2071-4688
eISSN 2311-8709

Инвестиционная деятельность

ХАРАКТЕРИСТИКИ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ И ИНВЕСТИЦИОННАЯ АКТИВНОСТЬ КОМПАНИЙ

Венера Ильдусовна ВАГИЗОВА ^a, Игорь Анатольевич КОХ ^b,
Ренат Музафьярович ДАШКИН ^{c*}

^a доктор экономических наук, профессор, Высшая школа бизнеса,
Казанский (Приволжский) федеральный университет (КФУ),
Казань, Российская Федерация
venera.vagizova@mail.ru
<https://orcid.org/0000-0003-0678-0207>
SPIN-код: 6939-5880

^b доктор экономических наук,
профессор кафедры финансовых рынков и финансовых институтов,
Институт управления, экономики и финансов,
Казанский (Приволжский) федеральный университет (КФУ),
Казань, Российская Федерация
koch-mail@yandex.ru
<https://orcid.org/0000-0002-8170-3925>
SPIN-код: 3615-2630

^c аспирант, кафедра финансовых рынков и финансовых институтов,
Институт управления, экономики и финансов,
Казанский (Приволжский) федеральный университет (КФУ)
Казань, Российская Федерация
rmdashkin@gmail.com
<https://orcid.org/0000-0002-6699-6424>
SPIN-код: 7759-1490

* Ответственный автор

История статьи:

Рег. № 182/2022
Получена 07.04.2022
Получена
в доработанном виде
21.04.2022
Одобрена 05.05.2022
Доступна онлайн
29.06.2022

УДК 336.64

JEL: G31, G32, G34

Ключевые слова:

инвестиции,
корпоративное
управление,
гендерное
разнообразие

Аннотация

Предмет. Характеристики корпоративного управления и детерминанты инвестиций компаний.

Цели. Исследование взаимосвязи между характеристиками корпоративного управления и уровнем инвестиционной активности компании, определение зависимости между инвестициями компаний и выбранными финансовыми детерминантами.

Методология. Статистический анализ данных, эконометрический анализ панельных данных с фиксированными и случайными эффектами.

Результаты. Установлено, что уровень инвестиционной активности существенно различается в зависимости от региона и страны, а также внутри групп выборок, сформированных по возрастному, гендерному признаку, а также по признаку структуры собственности компании. Определены ключевые финансовые детерминанты инвестиционной активности в зависимости от географической принадлежности компании и характеристик ее корпоративного управления. Результаты подтверждают, что

корпоративное управление играет существенную роль в определении уровня инвестиционной активности компаний.

Выводы. Исследование выявляет проблемы географических и страновых различий изучаемого вопроса.

© Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ, 2022

Для цитирования: Вагизова В.И., Кох И.А., Дашкин Р.М. Характеристики корпоративного управления и инвестиционная активность компаний // *Финансы и кредит*. — 2022. — Т. 28, № 6. — С. 1255 — 1287. <https://doi.org/10.24891/fc.28.6.1255>

Введение

Исследование вопроса зависимости инвестиционного поведения компаний от характеристик корпоративного управления представляется актуальным в свете новой парадигмы капитализма, сформированной вокруг широкого круга стейкхолдеров (stakeholder capitalism), и следующей за ней тенденции по оценке корпоративной эффективности с использованием различных метрик, в том числе метрик ESG (Environmental, Social, and Corporate Governance).

Последняя буква данной аббревиатуры означает governance (корпоративное управление), а в числе индикаторов оценки уровня и степени устойчивости governance следующие показатели¹: stakeholder engagement (вовлеченность стейкхолдеров), governing purpose (цели управления), diversity and inclusion (разнообразие и включенность различных групп лиц по признакам возраста, гендера и иных критериев разнообразия). Указанная тематика используется в свете раскрытия вопроса инвестиционной активности на корпоративном уровне и исследования зависимостей между финансовыми детерминантами и уровнем инвестиционной активности компаний.

В данном исследовании сфокусировано внимание на нефинансовых корпоративных характеристиках компаний и их потенциальном влиянии на уровень инвестиционной активности. Используя статистический и эконометрический анализ, путем сравнения различных групп компаний, мы проанализируем инвестиционное поведение компаний различных регионов и стран в зависимости от структуры собственности компании, ее гендерного состава и среднего возраста управляющего менеджмента; кроме того, оценим потенциальное влияние уровня рентабельности, долговой нагрузки и рыночной капитализации компании на ее инвестиции в зависимости от

¹ Measuring Stakeholder Capitalism: Towards Common Metrics and Consistent Reporting of Sustainable Value Creation. URL: <https://www.weforum.org/reports/measuring-stakeholder-capitalism-towards-common-metrics-and-consistent-reporting-of-sustainable-value-creation>

данных характеристик. Таким образом, будут рассмотрены эффекты определенных корпоративных характеристик компаний для инвестиций и оценено, насколько они оказывают влияние на ее инвестиционное поведение.

Обзор литературы

Вопросы влияния корпоративного управления на решения компаний достаточно раскрыты в академической литературе, однако с учетом широты понятия корпоративного управления и многомерности оценивающих его метрик в литературе фокусируются на различных аспектах влияния и затрагивают широкий перечень корпоративных решений. Приведем релевантные исследования, проведенные ранее учеными-экономистами.

Влияние структуры собственников компании на ее инвестиционные решения и эффективность данных решений подтверждено рядом исследований. Ранее данная связь была раскрыта в исследовании М.-Н. Cho [1], направленном на изучение инвестиций компании и ее стоимости. В исследовании N. Boubakri et al. [2] на примере компаний из 57 стран была проведена оценка влияния наличия государственного участия в капитале на принятие риска; авторы обнаружили отрицательную связь между показателями. R. Chen et al. [3] позднее подтвердили данные выводы, проанализировав компании из 64 стран и обнаружив, что государственное участие в компании негативно влияет на эффективность инвестиций компании ввиду информационной асимметрии и наличия агентских конфликтов. Интересно отметить, что влияние государственного участия на компанию сказывается не только в вопросах инвестиционной активности, но и в вопросах, связанных с принятием инвестиционных решений — например, в исследовании G. Borisova et al. [4] авторы обнаружили, что государственное участие чаще всего ассоциировано с более высокой стоимостью долга компании, однако подтвердили обратную связь в условиях финансового кризиса, так как компании с государственным участием имеют лучший доступ к иным в отличие от рыночных источникам финансирования. Чувствительность инвестиций компаний с государственным участием к доступности источников финансирования также была раскрыта в исследовании M. Firth et al. [5], на выборке китайских компаний авторы установили, что компании с государственным участием имеют большую чувствительность и, таким образом, являются более финансово ограниченными при осуществлении инвестиций.

Вопросам влияния различных гендерных характеристик корпоративного менеджмента в последнее время стало уделяться достаточно большое внимание и в научной литературе. Примечательно исследование M. Arayssi et al. [6], затронувшее вопросы влияния гендерной доминации в составе управления компании на риски и доходы компании; проанализировав публичные компании из индекса FT Stock Exchange 350 за период 2007—2012 гг., авторы обнаружили, что присутствие женщин в составе директоров способствует увеличению инвестиций компании в направления ESG, что в свою очередь снижает уровень риска инвестиций и волатильность доходов от инвестиций и увеличивает отдачу на инвестированный капитал. Влияние гендерной доминации женщин в управлении компаний также интересно было раскрыто в исследовании E. Prögl [7]. Автор делает акцент на более разумном инвестиционном профиле женщин и высоком уровне финансовой ответственности по сравнению с мужчинами, что и определяет инвестиционный профиль управляемой компании. Позднее S. Chen et al. [8] подтвердили, что женщины-директора улучшают эффективность решений компании при осуществлении R&D инвестиций и снижают риски компании, а N. Loukil и O. Yousfi [9] обнаружили, что наличие даже одной женщины в составе совета директоров компании способствует сокращению принимаемого риска на компанию. J. Midavaine et al. [10] также обнаружили, что гендерное разнообразие в совете директоров компаний ведет к их более высокой инвестиционной активности в R&D.

В исследовании M.A. Harjoto et al. [11] авторы, используя данные по 1 898 компаниям за период с 1998 по 2014 г., проанализировали как разнообразие совета директоров по гендеру, возрасту и расе влияет на корпоративные инвестиции и пришли к выводу, что более широкие по характеристикам управляющие советы директоров компаний с точки зрения набора специфического опыта (знаний, личного опыта и пр.) более эффективны в контроле за корпоративной инвестиционной деятельностью. P.B. McGuinness et al. [12] исследовали взаимосвязь между характеристиками корпоративного управления компании и дивидендами по китайским компаниям и не обнаружили существенные отличия в дивидендной активности между компаниями, управляемыми в большей части мужчинами, и компаниями, управляемыми в большей части женщинами. I. Ullah et al. [13] также на выборке китайских компаний за 2003—2018 гг. пытались раскрыть зависимость эффективности инвестиций компаний от степени разнообразия совета директоров компаний по возрасту, гендеру, образованию; авторы обнаружили, что разнообразие в целом улучшает эффективность инвестиций, так как дисциплинирует

менеджмент, снижает агентские конфликты и таким образом улучшает корпоративное управление.

Ряд исследований касаются несколько отличных от заявленной темы вопросов, однако стоят того, чтобы их отметить в качестве релевантной литературы. В исследовании Н. Ashbaugh-Skaife et al. [14] раскрыт вопрос влияния корпоративного управления на кредитный рейтинг компаний; в работах Р. Gompers et al. [15], А. Dittmar et al. [16], К. John et al. [17] проведена оценка влияния уровня защиты прав акционеров на стоимость компании, финансовые показатели, активность на рынке корпоративных сделок и уровень принятия риска; М.Л. Lemmon и К.В. Lins [18] проанализировали влияние структуры собственников компании на стоимость компании в период кризиса; А.М. Goel и А.В. Thakor [19] раскрыли влияние типа CEO на стоимость компании и принятие инвестиционных решений; I. Filatotchev et al. [20] анализировали вопрос влияния корпоративной структуры на активность на международных рынках и прямые иностранные инвестиции (ПИИ) компаний; D.O. Neubaum и S.A. Zahra [21] провели оценку влияния институциональной структуры собственности на корпоративную социальную эффективность (CSP, corporate social performance); К. Gugler [22] раскрыл влияние контроля и структуры акционеров на дивидендную политику компании; S.-S. Chen и J.-J. Chen [23] оценили распределение капитала компании в зависимости от различных характеристик структуры корпоративного управления; К. Gugler et al. [24] раскрыл влияние структуры собственности компании на рентабельность ее инвестиций.

Данное исследование фокусируется на отдельных аспектах влияния специфики корпоративного управления на инвестиционную активность нефинансовых компаний, представленных в определенных странах и регионах, и является дополняющим к накопленной базе эмпирических исследований релевантных научных вопросов.

Исследовательские гипотезы

В рамках исследования будет проанализировано влияние трех детерминант на инвестиционную активность компаний в разрезе трех характеристик компаний — наличия государственного участия в капитале компании, соотношения мужчин и женщин в составе директоров и менеджеров, а также среднего возраста директоров и менеджеров компании. Рассмотрим гипотезы-предположения, согласно которым будут тестироваться данные в

рамках эконометрической модели с учетом приведенных детерминант и характеристик.

H1: рентабельность деятельности компании (ROE) положительно коррелирована с ее инвестиционной активностью, при этом:

H1.1: степень зависимости различается для компаний с государственным участием и компаний с частным капиталом;

H1.2: степень зависимости различается для компаний с разным уровнем гендерного соотношения в составе менеджмента;

H1.3: степень зависимости различается для компаний с разными возрастными характеристиками менеджмента.

Инвестиционные решения компании влияют на ее финансовые решения и наоборот. В связи с этим предполагается, что эффективность финансовых решений будет положительно влиять на решения компании по инвестициям.

H2: уровень долговой нагрузки компании (DE) положительно коррелирован с ее инвестиционной активностью, при этом:

H2.1: степень зависимости различается для компаний с государственным участием и компаний с частным капиталом;

H2.2: степень зависимости различается для компаний с разным уровнем гендерного соотношения в составе менеджмента;

H2.3: степень зависимости различается для компаний с разными возрастными характеристиками менеджмента.

Инвестиционные решения зависят от финансовых и предполагается, что чем большими заемными ресурсами пользуется фирма, тем большие намерения к инвестированию в долгосрочные активы она имеет.

H3: оценка рыночных возможностей компании (TobQ) положительно коррелирована с ее инвестиционной активностью, при этом:

H3.1: степень зависимости различается для компаний с государственным участием и компаний с частным капиталом;

H3.2: степень зависимости различается для компаний с разным уровнем гендерного соотношения в составе менеджмента;

Н3.3: степень зависимости различается для компаний с разными возрастными характеристиками менеджмента.

Предполагается, что инвестиции компании позитивно коррелированы с ее рыночной оценкой, которая не только отражает ее эффективность, но и влияет на стоимость привлечения финансирования на рынке — высокая оценка компании позволит снизить стоимость привлечения финансирования.

Методы и модель

Поскольку в исследовании речь идет об изучении капитальных инвестиций, выступающих показателем инвестиционной активности или инвестиционного поведения компании, за зависимую количественную переменную был взят показатель темпов изменения основных средств компании за период, включающий как материальные, так и нематериальные активы (ФА).

С учетом того, что проводится анализ панельных данных, представляющих собой неслучайный набор объектов, состав которых не меняется во времени, а также характера тестируемых переменных, подходящей моделью регрессионного анализа представляется модель с фиксированными эффектами, позволяющая идентифицировать неизмеримые индивидуальные различия (эффекты) объектов.

Обобщенная модель с фиксированными эффектами представляется следующим образом:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{1,it} + \dots + \beta_k X_{k,it} + \gamma_2 E_2 + \dots + \gamma_n E_n + \delta_2 T_2 + \dots + \delta_t T_t + u_{it}, \quad (1)$$

где Y_{it} — зависимая переменная, в которой i — объект, t — момент времени;

$X_{k,it}$ представляет независимые переменные;

β_k — коэффициенты при независимых переменных;

u_{it} — ошибки;

E_n — объекты наблюдений (компания), так как это переменная носит фиктивный характер, имеется $n - 1$ объектов, включенных в модель;

γ_n — коэффициенты при бинарных регрессорах объектов наблюдений;

T_t — время как фиктивная переменная, в этом случае также имеется $t - 1$ временных периодов;

δ_2 — коэффициенты при бинарных регрессорах времени.

Экстраполируя приведенную модель в соответствии с ранее выдвинутыми гипотезами, получим следующие спецификации моделей:

$$FA_{comp} = \beta_0 + \beta_1 \cdot (ROE) + \beta_2 \cdot (DE) + \beta_3 \cdot (TobQ) + u. \quad (2)$$

Дополнительно будут протестированы гипотезы с использованием сравнительных моделей, построенные на соответствующей выборке компаний, сформированной по исследуемому признаку в определенном регионе.

Данные и описательная статистика

Источником данных для настоящего исследования стала база данных Orbis — аналитического подразделения Bureau Van Dijk компании Moody's Analytics. Выборка данных представляет собой достаточно обширные наблюдения по крупнейшим публичным нефинансовым компаниям производственных отраслей (согласно классификации NAICS 2017²) из восьми стран (США, Франция, Великобритания, Германия, Польша, Российская Федерация, Китай, Япония) за 2012—2020 гг. С учетом исследуемых характеристик и географических регионов представлен совокупный обзор базы данных с количеством исследуемых компаний и имеющимся по ним наблюдениям. Общее количество компаний составило 1 708, а наблюдений — 11 756. В результате процедур очистки данных (исключения экстремальных значений и пропущенных данных) получена несколько сокращенная выборка (*табл. 1*).

В совокупности выборка оказалась представленной частными компаниями с большим преобладанием мужчин в составе менеджмента среднего и старшего возраста. Однако это не помешает оценить степень зависимости от исследуемых детерминант и охарактеризовать уровень инвестиционной активности, так как используется сравнительный подход в статистическом описании и эконометрическом моделировании.

Далее представим общую описательную статистику исследуемых зависимой и независимых переменных для эконометрической модели (*табл. 2*). Зависимая переменная представлена показателем FA ,

² North American Industry Classification System NAICS 2017.

URL: https://www.census.gov/naics/reference_files_tools/2017_NAICS_Manual.pdf

независимые переменные представлены четырьмя показателями: ROE — темпы изменения показателя рентабельности капитала за период, DE — темпы изменения показателя долг/капитал компании за период, TobQ — уровень рыночной оценки балансовых активов компании за период.

Статистические результаты

Наличие обширных данных позволяет провести достаточно глубокий статистический анализ исследуемого вопроса. В данном разделе приведено статистическое описание уровня инвестиционной активности компаний в исследуемых странах в зависимости от определенных корпоративных характеристик.

В рамках анализа выделены топ-50 компаний в каждой стране по уровню выручки за последний доступный финансовый год (2020 г.) и установлены факты (табл. 3). Средний уровень выручки в рамках выборки наиболее высокий у компаний США и Китая (61 и 54 млрд долл. США соответственно), а наиболее низкий у польских компаний (2 млрд долл. США). Компании США по итогам 2020 г. оказались с наиболее высокой долговой нагрузкой — соотношение долга к капиталу превышает 2; с высоким уровнем левериджа оказались и компании Западной Европы со средним значением соотношения 1,5; российские и польские компании наиболее консервативны в части привлечения заемного капитала и в большей части финансируют свои активы за счет собственных средств. Что касается рентабельности капитала за кризисный 2020 г., отметим также компании США, показавшие положительные 23,6% рентабельности в то время как компании Франции и Германии в среднем характеризовались отрицательными значениями рентабельности; при этом польские компании показали второе по величине значение уровня рентабельности в 13%. По уровню рыночного потенциала в очередной раз американские компании заняли первое место — значение коэффициента TobQ составило по итогам 2020 г. в среднем 1,6; западноевропейские компании характеризовались значением меньше 1, но тоже достаточно высоким; при этом азиатские компании показали наиболее низкие значения (0,48 — у японских компаний; 0,31 — у китайских).

Рассмотрим нефинансовые показатели по крупнейшим компаниям выборки. Установлено, что по топ-50 компаниям исследуемых стран наблюдается четкая географическая дифференциация по показателю соотношения мужчин к женщинам в составе директоров и менеджмента. Данное

соотношение уменьшается от востока к западу. Наибольшим значением соотношения male-to-female ratio характеризуются азиатские компании (27,9 у японских; 22,2 у китайских); далее расположились польские и российские компании (17,5 и 12,1 соответственно); существенно меньшими значениями характеризуются западноевропейские и американские компании (от 5,1 до 2,4).

Что касается иной нефинансовой характеристики — среднего возраста директоров и менеджеров, — здесь не установлено четкой зависимости показателя от географического признака. Показатель наиболее высокое значение принимает в Японии и странах Запада, а наименьшее — в Восточной Европе, самыми молодыми оказались менеджеры России и Польши (54 и 52 года в среднем соответственно).

Рассмотрим далее уровень инвестиционной активности компаний в зависимости от географического признака и трех корпоративных характеристик (к упомянутым возрастному и гендерному показателям рассмотрим показатель наличия государства в составе собственников компании).

Региональный анализ данных показал (*табл. 4*), что компании США и азиатских стран характеризовались наиболее высокой инвестиционной активностью за анализируемые девять лет с 2012 по 2020 г. В среднем инвестиции компаний увеличивались на 15,5% в данных двух группах стран, а наиболее низкая динамика наблюдалась по восточноевропейскому региону — 8,1%. Однако если рассмотреть страновой разрез, то лидером и аутсайдером выступают обе страны Азии (Китай — 23,8% и Япония — 3,7%), низкими значениями характеризуются и российские компании (в среднем 5,6% прироста инвестиций за анализируемый период). Франция, Германия и Польша в среднем росли на 11,2%, а США и Великобритания — на 15,7%.

Структура собственности компании — одна из характеристик, по которым будет оцениваться степень зависимости инвестиций от исследуемых детерминант, — представляется интересной с точки зрения возможного влияния наличия государственного акционера на инвестиционную активность компаний. Согласно данным *табл. 5* инвестиции компаний с государственным участием за анализируемый период времени увеличивались на 9,3% в год, в то время как компаний частных — на 13,2%. Однако данный эффект различается в зависимости от страновой принадлежности компании. Для его оценки рассчитан спред между уровнем средней инвестиционной активности компаний с государственным

участием и без него и установлены следующие факты. Положительный спред наблюдался в Китае, Германии и Франции (3%, 2,2% и 1,9% соответственно), отрицательный — в Великобритании, России, Японии и Польше (–13%, –4,6%, –4,2%, –0,7% соответственно). Таким образом, наличие государства в составе собственников может являться фактором инвестиционной активности для определенных компаний.

Рассмотрим следующий показатель — гендерный состав менеджеров и директоров, или соотношение количества мужчин и женщин в управлении. Данный индикатор интересен в перспективе последних изменений политик крупнейших компаний и институтов в части гендерного равенства; в рамках статистического описания будет определено влияние данного показателя на уровень инвестиционной активности, а в рамках эконометрического анализа — влияние на степень зависимости инвестиций от исследуемых детерминант. Согласно расчетам (*табл. 6*) средний уровень инвестиционной активности по всем компаниям выборки составил наибольшее значение в компаниях, где соотношение male-to-female ratio наблюдалось на уровне менее 1, то есть компания являлась управляемой женщинами (20,6%); компании с относительно равным соотношением (от 1 до 3) показали в среднем 15,5% роста инвестиций за анализируемый период, в то время как компании с доминированием мужчин в управлении (значение male-to-female ratio более 3) продемонстрировали наиболее низкий уровень инвестиционной активности (12,9%).

Как и с предыдущим показателем, в показателе гендерного состава наблюдается дифференциация уровня инвестиций в зависимости от страны. Так, рассчитанный показатель спреда между уровнем инвестиционной активности по компаниям с преобладанием мужчин и равным соотношением показал, что уровень инвестиционной активности в первых составлял меньшее значение в Китае, Польше, России (–8,1, –1,6, –16 соответственно), однако в западных странах (Франция, Германия, Великобритания, США) данное соотношение оказалось положительным, то есть инвестиционная активность «мужских» компаний оказалась выше (+0,2, +2,6, +5,8, +8,4). При соотнесении полученных данных с ранее описанными средними показателями гендерного соотношения в компаниях можно сделать очень интересный и примечательный вывод: хотя соотношение male-to-female падает в странах при движении с востока на запад, уровень инвестиционной активности «мужских» компаний растет (то есть хотя женщин в управлении компаний на востоке мало, те компании, в которых их достаточно, являются более инвестиционно активными, нежели компании с мужской доминантой, и наоборот — хотя женщин в

управлении компаний на западе относительно много, более инвестиционно активными там являются компании с мужской доминантой). То есть гендерный состав управления однозначно может являться фактором инвестиционной активности для компаний.

Последняя нефинансовая характеристика в рамках настоящего исследования — средний возраст управляющего менеджмента компании. Хотя очевидной связи с уровнем инвестиционной активности не существует, показатель достаточно интересен, так как может позволить оценить влияние фактора поколений на уровень инвестиций компаний. Согласно данным (табл. 7) усредненный показатель инвестиционной активности по компаниям с молодым менеджментом составляет наибольшее значение, превосходящее в 2,7 раза уровень инвестиций в компаниях со старым менеджментом (27% против 10%), при этом уровень инвестиционной активности среднего поколения незначительно выше уровня инвестиционной активности старшего поколения (14% против 10%). При анализе спредов (сравнение старшего менеджмента со средним и молодым) по отдельным странам установлены географические различия в уровне инвестиционной активности между поколениями. Так, наибольшая разница в уровне инвестиционной активности между старшим и молодым поколением наблюдается в компаниях Германии (–64,7), Китая (–23,1) и Франции (–17,5), а наибольшая положительная — в США (+10,4 без учета выброса 2015 г.) и Польше (+2,8). Таким образом, установлены различия между компаниями, управляемыми разными возрастными группами, в части уровня их инвестиционной активности.

Эконометрические результаты

В данном разделе приводится описание эконометрических результатов тестирования степени зависимости инвестиционной активности компаний от исследуемых детерминант в разрезе определенных корпоративных характеристик.

Рассмотрим результаты тестирования модели на совокупной выборке, а также выборках, сформированных по географическим регионам (табл. 8). Модель предусматривает оценку влияния детерминант (ROE, DE, TobQ) на зависимый показатель (FA) в соответствии с ранее выдвинутыми гипотезами. Согласно полученным оценкам по совокупной выборке статистически подтверждено влияние показателей рентабельности и левериджа на инвестиции крупнейших компаний, а значение при переменной рыночных возможностей положительно, но статистически

незначимо. Так, при росте показателя рентабельности на 10% инвестиции сократятся на 0,17%, а при аналогичном росте показателя долговой нагрузки инвестиции увеличатся на 1,7%, при этом рост показателя рыночной оценки на 10% может привести к росту инвестиций на 8,6%.

Несколько отличные результаты получились при рассмотрении отдельных географических регионов. Статистически значимым показатель рентабельности оказался только в регионе Северной Америки и Западной Европы — инвестиции данных компаний также отрицательно реагируют на увеличение данного показателя (снижаются 0,26% и 0,32% соответственно при росте рентабельности на 10%); показатель долговой нагрузки оказался значимым в регионах Северная Америка, Западная Европа и Азия — инвестиции компаний реагируют увеличением на 2,3%, 1,9% и 1,7% соответственно при росте исследуемого показателя на 10%; показатель рыночной оценки оказался статистически значим только для компаний выборки Западной Европы, причем 10% рост данного показателя стимулировал практически трехкратное увеличение инвестиций компаний — на 31,6%. Таким образом, подтверждена значимость исследуемых детерминант для отдельных регионов, определены наиболее существенные и статистически подтвержденные показатели.

Далее рассмотрим влияние данных показателей для каждого региона отдельно в разрезе исследуемых эффектов — состава собственников, гендерной характеристики и возрастных показателей (*табл. 9*).

В рамках выборки по региону Северной Америки были проанализированы компании только США, при этом в выборке оказались исключительно частные компании, разделенные по признакам MD и ED, OG и MG (расшифровка дана в *табл. 1*), поэтому сравнительный анализ будет строиться только в контексте данных двух групп выборок.

Статистически установлено, что показатель рентабельности значим только для компаний равного гендерного управления (ED), при этом его значимость так же как и в совокупной выборке отрицательная — если он растет, инвестиции падают на 0,2%. Показатель долговой нагрузки статистически значим для двух групп компаний, однако его изменение стимулирует больший рост инвестиций в группе компаний равного гендерного управления на 2,6% против 1,9% в группе «мужских» компаний. Показатель рыночных возможностей оказался статистически значим только для гендерно равных компаний, и, что примечательно, его влияние отрицательно (–57%), при этом для «мужских» компаний показатель положителен и стимулирует рост инвестиций на 46% при росте

исследуемого индикатора на 10% (хотя это статистически не подтверждено).

Что касается сравнения возрастных групп, были получены следующие результаты. Рентабельность значима только для компаний со средним возрастом управленцев ($-0,28\%$), долговая нагрузка значима для обеих групп компаний, но большее влияние оказывает на инвестиции компаний со старшим поколением в управлении ($2,6\%$ против $1,6\%$), коэффициент рыночной оценки статистически значим только для компаний со старшим поколением в управлении, и его рост на 10% приводит к падению инвестиций на 55% .

Результаты, полученные по региону Западная Европа, оказались несколько отличающимися. Для выборки компаний с государственным участием показатель рентабельности и долговой нагрузки был более значим нежели для компаний частных ($-0,43\%$ и $2,5\%$ против $-0,28\%$ и $1,8\%$ соответственно), а показатель рыночной оценки оказался значимым только для компаний с частным участием — при его росте на 10% инвестиции увеличивались на $31,6\%$. При сравнении результатов по гендерным выборкам («мужские» и «равные» компании) обнаружено, что фактор рентабельности практически одинаково сказывается на инвестициях ($-0,3\%$), долговая нагрузка большее влияние оказывает на инвестиции в компаниях, где царит равенство ($2,8\%$ против $1,6\%$), а рыночная оценка положительно связана с обеими группами компаний, но большее влияние оказывает на гендерно равный менеджмент (48% против 24%). В разрезе выборок, сформированных по поколениям, отметим, что фактор рентабельности и рыночной оценки большее значение имеет для компаний со средним возрастом менеджеров, а уровень долговой нагрузки для компаний, управляемым старшим поколением.

Рассмотрим результаты по восточноевропейским компаниям. В силу менее обширной базы данных по этим компаниям и меньшему числу наблюдений многие коэффициенты названной выборки оказались статистически незначимыми. Для компаний с государственным участием статистически значимым оказался показатель долговой нагрузки с коэффициентом $0,106$, при этом коэффициент при данной переменной для частных компаний существенно меньше и незначим. Показатель рыночных возможностей хотя статистически не значим, но положителен для обеих групп компаний, а рентабельность оказалась отрицательно взаимосвязана с инвестициями обеих групп компаний. Для компаний, управляемых мужчинами, статистически значимыми оказались коэффициенты при переменных

долговой нагрузки и рыночной оценки (2,8% и 29,7%), при этом для гендерно равных компаний оценки при всех переменных не значимы и с противоположным значением, нежели для первой группы. В разрезе возрастных характеристик менеджеров компаний обнаружена статистическая значимость только показателя долговой нагрузки для компаний со средним поколением в менеджменте (0,69%).

Результаты по азиатским компаниям следующие. Для компаний с государственным участием оказался значимым только показатель долговой нагрузки (3,41%), при этом для частных компаний значение коэффициента при данной переменной ниже (1,59%) и тоже статистически значимо. Для частных компаний коэффициент при переменной рыночной оценки оказался значимым и отрицательным (–28%), а по государственным компаниям этот показатель принял положительное значение, статистически не подтвержденное. Для выборки по гендерному признаку выявлена значимость показателя долговой нагрузки для «мужских» компаний (1,75%) и показателя рентабельности для гендерно равных (1,58%). При сравнении выборок по возрастному признаку были выявлены следующие результаты: для компаний с управленцами старшей возрастной группы оказались значимыми все исследуемые детерминанты с ожидаемыми знаками при переменных, для компаний со средней возрастной группой оказался значимым только показатель долговой нагрузки (1,84%).

Полученные результаты модели позволяют сделать выводы по ранее выдвинутым гипотезам. Установлено, что рентабельность капитала оказалась отрицательно связанной с инвестиционной активностью практически во всех выборках исследования. Таким образом, гипотеза **H1** не подтверждена. При этом долговая нагрузка и коэффициент рыночных возможностей оказались положительно коррелированными с инвестициями компаний — гипотезы **H2** и **H3** подтверждены. Также установлена разная чувствительность инвестиций компаний в зависимости от их групповой принадлежности по признаку собственности, гендерному и возрастному. В определенных регионах (странах) исследуемые детерминанты по-разному влияют на инвестиционную активность компаний, при этом зачастую влияние детерминант противоположно для определенных выборок и может отличаться от региона к региону.

В рамках эконометрического анализа установлены ключевые детерминанты инвестиций для крупнейших компаний исследуемых стран, что позволяет сделать вывод об их важности при принятии инвестиционных решений в

зависимости от географической принадлежности компании, признаков собственности, гендерного состава и возраста менеджмента.

Заключение

В рамках исследования проведена оценка инвестиционной активности крупнейших публичных нефинансовых компаний в зависимости от различных корпоративных характеристик, для чего использован статистический и эконометрический анализ.

Описан уровень инвестиционной активности топ-50 крупнейших по выручке компаний за анализируемый период с 2012 по 2020 г. в разных группах выборок, сформированных по географическому (региональному и страновому), гендерному, возрастному признакам и признаку состава собственников компаний. Кроме того, приведено статистическое описание основных исследуемых признаков корпоративного управления и финансовых метрик по исследуемым компаниям.

В рамках эконометрического анализа исследованы данные по 1 708 крупнейшим компаниям из четырех географических регионов за девять лет (2012—2020 гг.) и применен метод анализа панельных данных для получения оценок тестирования трех гипотез о влиянии финансовых детерминант (рентабельность, долговая нагрузка, рыночная оценка) на инвестиционную активность компаний в разрезе различных корпоративных характеристик. Получены количественные оценки и подтвержден ряд выдвинутых гипотез.

Данное исследование может представлять интерес для академического сообщества в части рассмотрения вопросов инвестиционной активности на корпоративном уровне, а также для представителей реального сектора в части использования полученных оценок инвестиционного поведения компаний при различных характеристиках корпоративного управления.

Таблица 1
Описание выборки данных

Table 1
Data sample description

Характеристика	Обозначение	Количество компаний	Количество наблюдений	Процент
Выборка на основе региональной принадлежности				
Северная Америка (США)	—	345	2 327	20%
Западная Европа (Франция, Великобритания, Германия)	—	634	4 172	35%
Восточная Европа (Польша, Россия)	—	190	1 192	10%
Азия (Китай, Япония)	—	539	4 065	35%
<i>Итого</i>	—	<i>1 708</i>	<i>11 756</i>	<i>100%</i>
Выборка на основе типа структуры собственности				
Государственная принадлежность	Gov	233	1 653	14%
Полная частная принадлежность	Private	1 475	10 103	86%
<i>Итого</i>	—	<i>1 708</i>	<i>11 756</i>	<i>100%</i>
Выборка на основе соотношения мужчин и женщин в управлении (male-to-female ratio)				
Высокое (M/F >3)	MD	1 196	8 255	70,2%
Среднее (1 ≤ M/F ≤ 3)	ED	503	3 444	29,3%
Низкое (M/F <1)	FD	9	57	0,5%
<i>Итого</i>	—	<i>1 708</i>	<i>11 756</i>	<i>100%</i>
Выборка на основе возраста управляющих компаний				
Старшее поколение (age > 60)	OG	661	4 771	41%
Среднее поколение (50 ≤ age ≤ 60)	MG	951	6 384	54%
Молодое поколение (age < 50)	YG	96	601	5%
<i>Итого</i>	—	<i>1 708</i>	<i>11 756</i>	<i>100%</i>

Источник: авторская разработка

Source: Authoring

Таблица 2**Описательная статистика переменных****Table 2****Descriptive variable statistics**

Переменная	Описание	Среднее	Медиана	Стандартное отклонение	Диапазон	N
FA	Изменения в основных средствах за период, %	14,03	5,23	49,53	[-98,28; 934,21]	11 756
ROE	Изменения в рентабельности по чистой прибыли за период, %	19,35	-2,95	111,74	[-100; 994,56]	11 756
DE	Изменения в леверидже за период, %	9,36	-1,7	66,99	[-100; 998,9]	11 756
TOBQ	Показатель Tobin's Q, пункты	0,99	0,63	1,2	[0; 22,19]	11 756

Источник: авторская разработка*Source:* Authoring

Таблица 3

Агрегированная статистика по топ-50 крупнейших компаний

Table 3

Aggregated statistics for top 50 largest companies

Место	Страна	Значение
<i>Выручка за 2020 г., долл. США</i>		
1-е	США	61 423 298
2-е	Китай	54 484 856
3-е	Япония	37 142 712
4-е	Германия	33 946 487
5-е	Великобритания	24 601 507
6-е	Франция	24 183 767
7-е	Россия	9 335 754
8-е	Польша	2 112 678
—	<i>Среднее (по всем компаниям)</i>	<i>30 903 882</i>
<i>Гендер, соотношение Male-to-Female</i>		
1-е	Япония	27,9
2-е	Китай	22,2
3-е	Польша	17,5
4-е	Россия	12,1
5-е	Германия	5,1
6-е	Великобритания	3,5
7-е	Франция	2,8
8-е	США	2,4
—	<i>Среднее (по всем компаниям)</i>	<i>11,7</i>
<i>Возраст</i>		
1-е	Япония	65
2-е	Великобритания	63
3-е	Франция	60
4-е	США	59
5-е	Китай	57
6-е	Германия	57
7-е	Россия	54
8-е	Польша	52
—	<i>Среднее (по всем компаниям)</i>	<i>58</i>
<i>Соотношение долг/капитал (2020 г.)</i>		
1-е	США	213
2-е	Германия	162
3-е	Франция	155
4-е	Великобритания	142
5-е	Россия	126
6-е	Япония	110
7-е	Китай	96
8-е	Польша	89
—	<i>Среднее (по всем компаниям)</i>	<i>136</i>
<i>Рентабельность капитала по чистой прибыли (ROE) (2020 г.)</i>		
1-е	США	23,6
2-е	Польша	13
3-е	Великобритания	7,8
4-е	Россия	7,2
5-е	Япония	6,2
6-е	Китай	4,9
7-е	Германия	-6,2
8-е	Франция	-28,1
—	<i>Среднее (по всем компаниям)</i>	<i>3,5</i>

<i>Рыночная оценка балансовых активов (Tobin's Q) (2020 г.)</i>		
1-е	США	1,6
2-е	Германия	0,93
3-е	Великобритания	0,84
4-е	Франция	0,84
5-е	Польша	0,7
6-е	Россия	0,67
7-е	Япония	0,48
8-е	Китай	0,31
—	<i>Среднее (по всем компаниям)</i>	<i>0,8</i>

Источник: авторская разработка

Source: Authoring

Таблица 4
Средний уровень инвестиционной активности, %

Table 4
Average level of investment activity, percent – Total

Страна	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Всего
<i>Азия</i>										
Китай	31,7	24,2	25,4	22,3	27,7	29,9	16,8	18,3	20,9	23,8
Япония	-4,5	-0,9	-5,3	5,9	5,8	13,9	3,4	7,8	6	3,7
<i>Итого</i>	<i>16,1</i>	<i>13,4</i>	<i>12,2</i>	<i>15,2</i>	<i>18,3</i>	<i>23,4</i>	<i>11,4</i>	<i>14,3</i>	<i>15,6</i>	<i>15,6</i>
<i>Восточная Европа</i>										
Польша	20,7	8,3	-2,1	5,3	2,4	31,1	1,5	17,1	9,3	10,4
Россия	23,5	0,7	-32,1	-13,7	41,9	15,8	-6,7	21,2	-5	5,6
<i>Итого</i>	<i>22,1</i>	<i>4,3</i>	<i>-15,8</i>	<i>-3,8</i>	<i>21,4</i>	<i>23,4</i>	<i>-2,7</i>	<i>19,1</i>	<i>2</i>	<i>8,1</i>
<i>Западная Европа</i>										
Франция	11,7	15	2,7	-1,2	4,2	29,2	10	15,5	16,9	11,6
Германия	8,9	9,5	4,7	-2,4	7,5	25,5	4,8	23,7	21,3	11,7
Великобритания	12,1	15,5	12,3	11,5	5,9	29,2	16,4	20,5	17,4	16
<i>Итого</i>	<i>10,9</i>	<i>13,6</i>	<i>7,3</i>	<i>3,8</i>	<i>5,9</i>	<i>28,1</i>	<i>11,1</i>	<i>20,1</i>	<i>18,4</i>	<i>13,5</i>
<i>Северная Америка</i>										
США	16,7	13,9	13,7	26	13,3	14,6	15,5	17,4	7,6	15,4
<i>Итого</i>	<i>16,7</i>	<i>13,9</i>	<i>13,7</i>	<i>26</i>	<i>13,3</i>	<i>14,6</i>	<i>15,5</i>	<i>17,4</i>	<i>7,6</i>	<i>15,4</i>
Всего	15,1	12,6	8,1	11,4	13,1	23,4	10,7	17,5	13,7	14

Источник: авторская разработка

Source: Authoring

Таблица 5**Средний уровень инвестиционной активности (%) — эффекты структуры собственности****Table 5****Average level of investment activity, percent – Ownership Effects**

Вовлеченность государства	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Азия									
<i>Китай (G-P spread + 3)</i>									
Частные	28,2	24,2	27,7	20,7	27,4	30,4	17,7	17	21
Госучастие	60,3	24,2	8,5	33,8	29,3	26,2	10,6	28,2	20,1
<i>Япония (G-P spread + 4,2)</i>									
Частные	-4,5	-0,8	-5,1	6	6	14,1	3,5	8,1	6,1
Госучастие	-5,7	-5,3	-11,4	5,6	0,2	10,3	-0,1	0,5	1,1
Восточная Европа									
<i>Польша (G-P spread -0,7)</i>									
Частные	19,4	7,8	-1,5	5,9	2,9	31,4	1,5	18	8,1
Госучастие	26,7	10,8	-6,3	-0,6	-2,3	28,8	1,7	9,8	18,9
<i>Россия (G-P spread -4,6)</i>									
Частные	23,6	0,1	-32,3	-13,6	43,8	17,3	-5,8	21,4	-4
Госучастие	22,8	5,4	-31,1	-14,1	26,4	6,1	-12,9	19,8	-13,8
Западная Европа									
<i>Франция (G-P spread + 1,9)</i>									
Частные	12,2	21,5	-2,3	-1,4	5	19,3	1,1	15,5	20,1
Госучастие	11,6	13,1	4,2	-1,2	4	32,1	12,5	15,5	16
<i>Германия (G-P spread + 2,2)</i>									
Частные	8,9	9,1	0,6	-3	9,4	24,7	6,1	25	18,9
Госучастие	9,2	11,4	24,7	1	-2,6	30	-1,7	15,8	31,8
<i>Великобритания (G-P spread -13)</i>									
Частные	12,2	15,8	12,5	11,7	6,1	29,5	16,6	20,7	17,5
Госучастие	3,4	-0,8	2,3	-3,6	-5,7	12,3	3,6	4,8	9,3
Северная Америка									
<i>США (No spread)</i>									
Частные	16,7	13,9	13,7	26	13,3	14,6	15,5	17,4	7,6

Источник: авторская разработка

Source: Authoring

Таблица 6**Средний уровень инвестиционной активности (%) — эффекты Male-to-Female соотношения****Table 6****Average level of investment activity, percent – Male-to-Female Ratio Effects**

Гендерное соотношение	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Азия									
<i>Китай (M-E spread -8,1)</i>									
Гендерное равенство	27,7	45,6	16,2	11,5	26,2	28,8	33,3	72,8	23,7
Превалирование женщин	59,8	25,5	—	—	0,4	69,7	93,5	39,5	59,5
Превалирование мужчин	31,7	22,9	25,9	22,9	27,9	29,8	15,5	15,2	20,6
<i>Япония</i>									
Превалирование мужчин	-4,5	-0,9	-5,3	5,9	5,8	13,9	3,4	7,8	6
Восточная Европа									
<i>Польша (M-E spread -1,6)</i>									
Гендерное равенство	22,4	5	5,1	-3,9	-2,3	29,4	-0,4	17,6	32,8
Превалирование мужчин	20,4	9	-3,3	6,8	3,2	31,4	1,9	17	5,1
<i>Россия (M-E spread -16,0)</i>									
Гендерное равенство	79,6	-11,3	-22,2	— 18,2	107,3	19,5	-2,3	29,6	-7,1
Превалирование мужчин	18,4	1,7	-33,1	— 13,2	33,9	15,4	-7,1	20	-4,7
Западная Европа									
<i>Франция (M-E spread +0,2)</i>									
Гендерное равенство	13,5	12,7	5,3	0,5	5,3	25,3	11,3	17,5	11,8
Превалирование женщин	—	—	2	1,6	-7,8	22,1	1,9	-2,7	28,1
Превалирование мужчин	8,4	19,3	-2,3	-4,6	2,5	36,3	7,7	12,4	25,3
<i>Германия (M-E spread +2,6)</i>									
Гендерное равенство	7,5	16,7	-1,3	-1,1	1,3	23,4	2,8	13,9	19,2
Превалирование мужчин	9,1	8,6	5,4	-2,5	8,2	25,8	5,1	24,8	21,6
<i>Великобритания (M-E spread +5,8)</i>									
Гендерное равенство	9,6	11,6	5,6	20,4	8,7	15,9	11	19,1	4,2
Превалирование женщин	—	—	—	—	—	—	-11,3	5,6	8,2
Превалирование мужчин	13,3	17,3	15,8	7,4	4,8	35,5	19,2	21,2	23,5
Северная Америка									
<i>США (M-E spread +8,4)</i>									
Гендерное равенство	14,8	12,4	9,9	21,8	11,4	9,3	16,2	17,5	6
Превалирование женщин	11,9	17,5	7,5	9,8	10,9	-0,5	28,9	4,2	140,1
Превалирование мужчин	22,7	18,2	25,7	40,4	19,2	30,3	12,6	18,4	7,7

Источник: авторская разработка

Source: Authoring

Таблица 7

Средний уровень инвестиционной активности (%) — возрастные эффекты

Table 7

Average level of investment activity, percent – Age Effects

Возрастная группа	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Азия									
<i>Китай (O-Y spread – 23,1)</i>									
Средний возраст	30,7	23,5	26,3	24,7	27,4	30,8	15,2	15,6	20,5
Старшее поколение	17,3	18,2	19,6	2,9	5,2	13,8	7	28,9	22,3
Молодое поколение	65	41,8	21,6	17,6	54,2	36,3	43,5	39,7	23,2
<i>Япония (O-M spread – 12,6)</i>									
Средний возраст	15,1	1,6	–5,2	11,8	1,3	62,2	10	24,2	21,5
Старшее поколение	–5	–1	–5,3	5,8	5,9	12,9	3,2	7,5	5,5
Западная Европа									
<i>Польша (O-Y spread + 2,8)</i>									
Средний возраст	20,8	9	–2,7	7,6	2,7	30,7	2,1	18,8	7,9
Старшее поколение	25	2,2	4,3	9,1	–7,4	33,7	10,1	6,1	23,8
Молодое поколение	19,4	8,7	–2,9	–1	4	31,2	–1,5	16	7,7
<i>Россия (O-Y spread – 2,7)</i>									
Средний возраст	17,1	–1,3	–35,5	–10,3	29,1	15,1	–4,7	19,1	–0,5
Старшее поколение	21	15,9	–33,3	–11,7	27	32,6	–12,1	17,4	–9,9
Молодое поколение	36,1	0	–26	–20,1	60,9	13,9	–8,2	23,7	–8,8
Западная Европа									
<i>Франция (O-Y spread – 17,5)</i>									
Средний возраст	7,6	14,4	–0,6	1,9	6,8	27,2	8,8	14,1	16,1
Старшее поколение	16	15,7	6,1	–4,9	1,7	31	11,1	16,7	17,8
Молодое поколение	—	—	—	—	—	51,9	16,2	36,7	14,5
<i>Германия (O-Y spread – 64,7)</i>									
Средний возраст	8,6	10,2	4,3	–2,6	7	25,8	4,4	23,8	21,2
Старшее поколение	8	5,2	6,9	–1,5	1,1	23,5	3,8	17,6	12,6
Молодое поколение	58,6	—	—	8,4	178,8	24,4	45,3	64	133,3
<i>Великобритания (O-M spread – 10,2)</i>									
Средний возраст	22,4	23,1	15,1	39,1	21,7	24	26,6	30	9,7
Старшее поколение	9,9	13,8	11,6	4,2	1	31,4	11,9	15,6	20,9
Северная Америка									
<i>США (O-Y spread + 10,4 except 2015)</i>									
Средний возраст	15,1	14,8	12,4	17,5	17	14,5	17,8	20,7	6,5
Старшее поколение	19,5	12,3	16,3	31,1	7,5	15,1	11,6	11,9	9,5
Молодое поколение	—	—	—	485,6	0,2	1,9	10,7	13,8	–3,8

Источник: авторская разработка

Source: Authoring

Таблица 8**Сравнительная модель с фиксированными эффектами — региональные данные****Table 8****Comparative model type with Fixed Effects – Region Level**

Показатель	Всего	Северная Америка	Западная Европа	Восточная Европа	Азия
const	11,885**	14,24**	7,798**	6,094**	16,413**
ROE	-0,017**	-0,026*	-0,032**	-0,006	0
DE	0,173**	0,233**	0,193**	0,006	0,168**
TobQ	0,864	-0,463	3,161**	2,911	-2,443
LSDV R sq	0,26	0,25	0,3	0,16	0,24
N Companies	1 708	345	634	190	539
N observations	11 756	2 327	4 172	1 192	4 065

Dependent variable: proxy FA (investments)

Period for dependent variable: 2012-2020 (9)

Period for independent variables: 2011-2019 (9)

* 5% or $p < 0,05$, ** 1% or $p < 0,01$ *Источник:* авторская разработка*Source:* Authoring

Таблица 9

Сравнительная модель с фиксированными эффектами — характеристики корпоративного управления

Table 9

Comparative model type with Fixed Effects – Characteristics of Corporate Governance

Показатель	Const	ROE	DE	TobQ	LSDV R ²	N Companies	N Observations
<i>Северная Америка (США)</i>							
MD	11,991**	-0,032	0,198***	4,619	0,27	91	580
ED	19,123***	-0,024**	0,265***	-5,735***	0,24	248	1 707
OG	20,905***	-0,018	0,261***	-5,539*	0,18	120	845
MG	12,021***	-0,028**	0,16***	1,285	0,27	223	1 472
<i>Западная Европа (Франция, Великобритания, Германия)</i>							
Gov	8,15**	-0,043***	0,254***	2,718	0,23	160	1 164
Private	7,775***	-0,028***	0,182***	3,167***	0,33	474	3 008
MD	9,93***	-0,031***	0,168***	2,446*	0,28	420	2 709
ED	3,256	-0,032***	0,28***	4,806**	0,35	212	1 453
OG	11,702***	-0,043***	0,209***	-1,085	0,26	290	2 011
MG	6,635***	-0,022***	0,175***	4,827***	0,35	339	2 146
<i>Восточная Европа (Польша, Россия)</i>							
Gov	2,199	-0,014	0,106**	8,716	0,21	25	151
Private	6,257***	-0,005	0,003	2,844	0,16	165	1 041
MD	4,738***	-0,007	0,028*	2,972*	0,19	164	1 042
ED	17,291	0,004	-0,053	-2,427	0,1	26	150
OG	-5,256	0,003	-0,031	28,467	0,17	14	96
MG	4,523	-0,01	0,069***	3,362	0,21	111	689
YG	7,08***	0	-0,049	3,561	0,13	65	407
<i>Азия (Япония, Китай)</i>							
Gov	18,028***	0,049	0,341***	2,556	0,21	48	338
Private	16,331***	-0,005	0,159***	-2,894*	0,24	491	3 727
MD	15,544***	-0,009	0,175***	-1,853	0,24	521	3 924
ED	36,411***	0,158***	0,073	-10,891	0,29	17	134
OG	3,266***	-0,013***	0,155***	2,252**	0,26	237	1 819
MG	23,618***	0,009	0,184***	-3,216	0,2	278	2 077
YG	49,335***	0,05	0,068	-21,059**	0,21	24	169

Примечание. Dependent variable: proxy FA (investments).

Period for dependent variable: 2012-2020 (9).

Period for independent variables: 2011-2019 (9).

* 10% or $p < 0,1$, ** 5% or $p < 0,05$, *** 1%, $p < 0,01$

Источник: авторская разработка

Source: Authoring

Список литературы

1. Cho M.-H. Ownership Structure, Investment, and the Corporate Value: An Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics*, 1998, vol. 47, iss. 1, pp. 103–121. URL: [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(97\)00039-1](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(97)00039-1)
2. Boubakri N., Cosset J.-C., Saffar W. The role of State and foreign owners in corporate risk-taking: Evidence from privatization. *Journal of Financial Economics*, 2013, vol. 108, iss. 3, pp. 641–658. URL: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.12.007>
3. Chen R., El Ghouli S., Guedhami O., Wang H. Do State and foreign ownership affect investment efficiency? Evidence from privatizations. *Journal of Corporate Finance*, 2017, vol. 42, pp. 408–421. URL: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.09.001>
4. Borisova G., Fotak V., Holland K., Megginson W.L. Government ownership and the cost of debt: Evidence from government investments in publicly traded firms. *Journal of Financial Economics*, 2015, vol. 118, iss. 1, pp. 168–191. URL: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2015.06.011>
5. Firth M., Malatesta P.H., Xin Q., Xu L. Corporate investment, government control, and financing channels: Evidence from China's listed companies. *Journal of Corporate Finance*, 2012, vol. 18, iss. 3, pp. 433–450. URL: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2012.01.004>
6. Arayssi M., Dah M., Jizi M. Women on boards, sustainability reporting and firm performance. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 2016, vol. 7, iss. 3, pp. 376–401. URL: <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-07-2015-0055>
7. Prügl E. “If Lehman Brothers had Been Lehman Sisters...”: Gender and Myth in the Aftermath of the Financial Crisis. *International Political Sociology*, 2012, vol. 6, no. 1, pp. 21–35.
8. Chen S., Ni X., Tong J.Y. Gender diversity in the boardroom and risk management: A case of R&D investment. *Journal of Business Ethics*, 2016, vol. 136, pp. 599–621. URL: <https://doi.org/10.1007/s10551-014-2528-6>
9. Loukil N., Yousfi O. Does gender diversity on corporate boards increase risk-taking? *Canadian Journal of Administrative Sciences*, 2016, vol. 33, iss. 1, pp. 66–81. URL: <https://doi.org/10.1002/cjas.1326>

10. *Midavaine J., Dolfsma W., Aalbers R.* Board diversity and R&D investment. *Management Decision*, 2016, vol. 54, no. 3, pp. 558–569.
URL: <https://doi.org/10.1108/MD-09-2014-0574>
11. *Harjoto M.A., Laksmana I., Yang Y.* Board diversity and corporate investment oversight. *Journal of Business Research*, 2018, vol. 90, pp. 40–47. URL: <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2018.04.033>
12. *McGuinness P.B., Lam K.C.K., Vieito J.P.* Gender and other major board characteristics in china: Explaining corporate dividend policy and governance. *Asia Pacific Journal of Management*, 2015, vol. 32, no. 4, pp. 989–1038.
URL: <https://doi.org/10.1007/s10490-015-9443-y>
13. *Ullah I., Zeb A., Khan M.A., Xiao W.* Board diversity and investment efficiency: Evidence from China. *Corporate Governance*, 2020, vol. 20, no. 6, pp. 1105–1134. URL: <https://doi.org/10.1108/CG-01-2020-0001>
14. *Ashbaugh-Skaife H., Collins D.W., LaFond R.* The effects of corporate governance on firms' credit ratings. *Journal of Accounting and Economics*, 2006, vol. 42, iss. 1-2, pp. 203–243.
URL: <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2006.02.003>
15. *Gompers P., Ishii J., Metrick A.* Corporate governance and equity prices. *Quarterly Journal of Economics*, 2003, vol. 118, iss. 1, pp. 107–155.
URL: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.278920>
16. *Dittmar A., Mahrt-Smith J., Servaes H.* International corporate governance and corporate cash holdings. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2003, vol. 38, no. 1, pp. 111–113. URL: <https://doi.org/10.2307/4126766>
17. *John K., Litov L., Yeung B.* Corporate governance and risk-taking. *The Journal of Finance*, 2008, vol. 63, no. 4, pp. 1679–1728.
URL: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01372.x>
18. *Lemmon M.L., Lins K.V.* Ownership structure, corporate governance, and firm value: Evidence from the east asian financial crisis. *Journal of Finance*, 2003, vol. 58, iss. 4, pp. 1445–1468. URL: <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00573>
19. *Goel A.M., Thakor A.V.* Overconfidence, CEO selection, and corporate governance. *Journal of Finance*, 2008, vol. 63, iss. 6, pp. 2737–2784.
URL: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01412.x>

20. *Filatovchev I., Strange R., Piesse J., Lien Y.* FDI by firms from newly industrialised economies in emerging markets: Corporate governance, entry mode and location. *Journal of International Business Studies*, 2007, vol. 38, no. 4, pp. 556–572.
URL: [https://spb.hse.ru/data/2015/11/24/1081732745/HSE%20%20JIBS%20paper%20IF%20\(2\).pdf](https://spb.hse.ru/data/2015/11/24/1081732745/HSE%20%20JIBS%20paper%20IF%20(2).pdf)
21. *Neubaum D.O., Zahra S.A.* Institutional ownership and corporate social performance: The moderating effects of investment horizon, activism, and coordination. *Journal of Management*, 2006, vol. 32, iss. 1, pp. 108–131.
URL: <https://doi.org/10.1177%2F0149206305277797>
22. *Gugler K.* Corporate governance, dividend payout policy, and the interrelation between dividends, R&D, and capital investment. *Journal of Banking and Finance*, 2003, vol. 27, iss. 7, pp. 1297–1321.
URL: [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(02\)00258-3](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(02)00258-3)
23. *Chen S.-S., Chen I.-J.* Corporate governance and capital allocations of diversified firms. *Journal of Banking and Finance*, 2012, vol. 36, iss. 2, pp. 395–409. URL: <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.07.013>
24. *Gugler K., Mueller D.C., Burcin Yurtoglu B.* Corporate governance and the returns on investment. *Journal of Law and Economics*, 2004, vol. 47, iss. 2, pp. 589–633. URL: <https://doi.org/10.1086/425062>

Информация о конфликте интересов

Мы, авторы данной статьи, со всей ответственностью заявляем о частичном и полном отсутствии фактического или потенциального конфликта интересов с какой бы то ни было третьей стороной, который может возникнуть вследствие публикации данной статьи. Настоящее заявление относится к проведению научной работы, сбору и обработке данных, написанию и подготовке статьи, принятию решения о публикации рукописи.

pISSN 2071-4688
eISSN 2311-8709

Investing

CHARACTERISTICS OF CORPORATE GOVERNANCE AND COMPANIES' INVESTMENT ACTIVITY

Venera I. VAGIZOVA ^a, Igor' A. KOKH ^b, Renat M. DASHKIN ^{c*}

^a Higher School of Business, Kazan (Volga Region) Federal University (KFU),
Kazan, Republic of Tatarstan, Russian Federation
venera.vagizova@mail.ru
<https://orcid.org/0000-0003-0678-0207>

^b Institute of Management, Economics and Finance,
Kazan (Volga Region) Federal University (KFU),
Kazan, Republic of Tatarstan, Russian Federation
koch-mail@yandex.ru
<https://orcid.org/0000-0002-8170-3925>

^c Institute of Management, Economics and Finance,
Kazan (Volga Region) Federal University (KFU),
Kazan, Republic of Tatarstan, Russian Federation
rmdashkin@gmail.com
<https://orcid.org/0000-0002-6699-6424>

* Corresponding author

Article history:

Article No. 182/2022
Received 7 April 2022
Received in revised
form 21 April 2022
Accepted 5 May 2022
Available online
29 June 2022

JEL classification:

G31, G32, G34

Keywords: investment,
corporate governance,
gender diversity

Abstract

Subject. We consider characteristics of corporate governance and determinants of companies' investments.

Objectives. The purpose is to investigate the relationship between corporate governance characteristics and companies' level of investment activity; to reveal the level of correlation between companies' investments and selected determinants.

Methods. The study draws on statistical analysis of data, econometric analysis of panel data with fixed or random effects.

Results. Overall corporate investment activity varies across regions and countries and differs in subgroups formed on the basis of age, gender, or ownership criteria. We identified the key determinants of investments, depending on company's geographic location and characteristics of corporate governance. The findings confirm that the latter plays a significant role in corporate investment activity.

Relevance. This paper contributes to academic literature on investment activity, corporate governance, and other relevant empirical studies on corporate finance. It also discloses problems of geographical and country-level differences of the issue under consideration.

© Publishing house FINANCE and CREDIT, 2022

Please cite this article as: Vagizova V.I., Kokh I.A., Dashkin R.M. Characteristics of Corporate Governance and Companies' Investment Activity. *Finance and Credit*, 2022, vol. 28, iss. 6, pp. 1255–1287.

<https://doi.org/10.24891/fc.28.6.1255>

References

1. Cho M.-H. Ownership structure, investment, and the corporate value: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 1998, vol. 47, iss. 1, pp. 103–121. URL: [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(97\)00039-1](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(97)00039-1)
2. Boubakri N., Cosset J.-C., Saffar W. The role of State and foreign owners in corporate risk-taking: Evidence from privatization. *Journal of Financial Economics*, 2013, vol. 108, iss. 3, pp. 641–658. URL: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.12.007>
3. Chen R., El Ghouli S., Guedhami O., Wang H. Do State and foreign ownership affect investment efficiency? Evidence from privatizations. *Journal of Corporate Finance*, 2017, vol. 42, pp. 408–421. URL: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.09.001>
4. Borisova G., Fotak V., Holland K., Megginson W.L. Government ownership and the cost of debt: Evidence from government investments in publicly traded firms. *Journal of Financial Economics*, 2015, vol. 118, iss. 1, pp. 168–191. URL: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2015.06.011>
5. Firth M., Malatesta P.H., Xin Q., Xu L. Corporate investment, government control, and financing channels: Evidence from China's listed companies. *Journal of Corporate Finance*, 2012, vol. 18, iss. 3, pp. 433–450. URL: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2012.01.004>
6. Arayssi M., Dah M., Jizi M. Women on boards, sustainability reporting and firm performance. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 2016, vol. 7, iss. 3, pp. 376–401. URL: <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-07-2015-0055>
7. Prügl E. “If Lehman Brothers had Been Lehman Sisters...”: Gender and Myth in the Aftermath of the Financial Crisis. *International Political Sociology*, 2012, vol. 6, no. 1, pp. 21–35.
8. Chen S., Ni X., Tong J.Y. Gender diversity in the boardroom and risk management: A case of R&D investment. *Journal of Business Ethics*, 2016, vol. 136, pp. 599–621. URL: <https://doi.org/10.1007/s10551-014-2528-6>
9. Loukil N., Yousfi O. Does gender diversity on corporate boards increase risk-taking? *Canadian Journal of Administrative Sciences*, 2016, vol. 33, iss. 1, pp. 66–81. URL: <https://doi.org/10.1002/cjas.1326>

10. Midavaine J., Dolfsma W., Aalbers R. Board diversity and R&D investment. *Management Decision*, 2016, vol. 54, no. 3, pp. 558–569.
URL: <https://doi.org/10.1108/MD-09-2014-0574>
11. Harjoto M.A., Laksmana I., Yang Y. Board diversity and corporate investment oversight. *Journal of Business Research*, 2018, vol. 90, pp. 40–47.
URL: <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2018.04.033>
12. McGuinness P.B., Lam K.C.K., Vieito J.P. Gender and other major board characteristics in China: Explaining corporate dividend policy and governance. *Asia Pacific Journal of Management*, 2015, vol. 32, no. 4, pp. 989–1038. URL: <https://doi.org/10.1007/s10490-015-9443-y>
13. Ullah I., Zeb A., Khan M.A., Xiao W. Board diversity and investment efficiency: Evidence from China. *Corporate Governance*, 2020, vol. 20, no. 6, pp. 1105–1134. URL: <https://doi.org/10.1108/CG-01-2020-0001>
14. Ashbaugh-Skaife H., Collins D.W., LaFond R. The effects of corporate governance on firms' credit ratings. *Journal of Accounting and Economics*, 2006, vol. 42, iss. 1-2, pp. 203–243.
URL: <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2006.02.003>
15. Gompers P., Ishii J., Metrick A. Corporate governance and equity prices. *Quarterly Journal of Economics*, 2003, vol. 118, iss. 1, pp. 107–155.
URL: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.278920>
16. Dittmar A., Mahrt-Smith J., Servaes H. International corporate governance and corporate cash holdings. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2003, vol. 38, no. 1, pp. 111–113. URL: <https://doi.org/10.2307/4126766>
17. John K., Litov L., Yeung B. Corporate governance and risk-taking. *Journal of Finance*, 2008, vol. 63, no. 4, pp. 1679–1728.
URL: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01372.x>
18. Lemmon M.L., Lins K.V. Ownership structure, corporate governance, and firm value: Evidence from the East Asian financial crisis. *Journal of Finance*, 2003, vol. 58, iss. 4, pp. 1445–1468.
URL: <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00573>
19. Goel A.M., Thakor A.V. Overconfidence, CEO selection, and corporate governance. *The Journal of Finance*, 2008, vol. 63, iss. 6, pp. 2737–2784.
URL: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01412.x>

20. Filatotchev I., Strange R., Piesse J., Lien Y. FDI by firms from newly industrialised economies in emerging markets: Corporate governance, entry mode and location. *Journal of International Business Studies*, 2007, vol. 38, no. 4, pp. 556–572.
URL: [https://spb.hse.ru/data/2015/11/24/1081732745/HSE%20%20JIBS%20paper%20IF%20\(2\).pdf](https://spb.hse.ru/data/2015/11/24/1081732745/HSE%20%20JIBS%20paper%20IF%20(2).pdf)
21. Neubaum D.O., Zahra S.A. Institutional ownership and corporate social performance: The moderating effects of investment horizon, activism, and coordination. *Journal of Management*, 2006, vol. 32, iss. 1, pp. 108–131.
URL: <https://doi.org/10.1177%2F0149206305277797>
22. Gugler K. Corporate governance, dividend payout policy, and the interrelation between dividends, R&D, and capital investment. *Journal of Banking and Finance*, 2003, vol. 27, iss. 7, pp. 1297–1321.
URL: [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(02\)00258-3](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(02)00258-3)
23. Chen S.-S., Chen I.-J. Corporate governance and capital allocations of diversified firms. *Journal of Banking and Finance*, 2012, vol. 36, iss. 2, pp. 395–409. URL: <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.07.013>
24. Gugler K., Mueller D.C., Burcin Yurtoglu B. Corporate governance and the returns on investment. *Journal of Law and Economics*, 2004, vol. 47, iss. 2, pp. 589–633. URL: <https://doi.org/10.1086/425062>

Conflict-of-interest notification

We, the authors of this article, bindingly and explicitly declare of the partial and total lack of actual or potential conflict of interest with any other third party whatsoever, which may arise as a result of the publication of this article. This statement relates to the study, data collection and interpretation, writing and preparation of the article, and the decision to submit the manuscript for publication.