

## ***Бартер и корпоративное управление в России.<sup>1</sup>***

С.М. Гуриев, Д.А. Манаенков, С.В. Цухло\*

### **Аннотация.**

В работе рассматривается ряд гипотез о связи бартера и корпоративного управления в переходной экономике России. Гипотезы проверяются при помощи двух уникальных баз данных о промышленных предприятиях. Результаты позволяют предположить, что бартер действительно может являться результатом конфликта интересов между различными инвесторами: между кредиторами и собственниками, а также между внешними и внутренними собственниками. Показано, что (а) концентрация собственности позволяет внешним собственникам защитить свои интересы, (б) права кредиторов не защищены, (в) государство не отстаивает свои интересы в качестве акционера.

---

<sup>1</sup> Поддержка данного проекта была осуществлена Московским общественным научным фондом за счет средств, предоставленных Агентством по Международному Развитию Соединенных Штатов Америки (USAID). Точка зрения, отраженная в данном документе и самим автором, может не совпадать с точкой зрения Агентства по Международному Развитию или Московского Общественного Научного Фонда.

\* С. Гуриев – преподаватель Российской Экономической Школы, д.э.н, e-mail: [sguriev@nes.ru](mailto:sguriev@nes.ru); Д. Манаенков – докторант Университета Миннесоты, e-mail: [dman@econ.umn.edu](mailto:dman@econ.umn.edu); С. Цухло – заведующий лабораторией конъюнктурных опросов Института экономики переходного периода, к.э.н., e-mail: [tsukhlo@iet.ru](mailto:tsukhlo@iet.ru).

## **Введение**

В данной работе рассматривается связь между бартером и корпоративным управлением в экономике России. Отсутствие эффективных институтов корпоративного управления является одним из ключевых препятствий к привлечению внутренних и внешних инвестиций в России и, следовательно, к возобновлению долгосрочного экономического роста. В то время как корпоративное управление далеко от совершенства во многих переходных экономиках (Bergloef and von Thadden, 1999), корпоративное управление в России отрицательно выделяется даже на их фоне (Fox and Heller, 1999). Корпоративное право в России достаточно хорошо защищает права инвесторов, однако исполнение законов оставляет желать лучшего (Pistor et al., 2000). Вполне возможно, что одной из проблем, возникающих перед органами, отвечающими за исполнение законов, является беспрецедентная демонетизация экономики. Бартерная экономика гораздо менее прозрачна, чем денежная, что существенно увеличивает издержки мониторинга и исполнения законов.

Широкое распространение бартера в переходной экономике России стало неожиданностью для российских и зарубежных экономистов. Во второй половине 1990х бартер и денежные суррогаты вытеснили деньги из расчетов между предприятиями. В 1995-1999 гг. денежный агрегат M2 составлял 10-15 процентов годового ВВП, что на порядок меньше, чем в развитых странах и на пол-порядка - чем в странах Центральной и Восточной Европы. Доля бартера в выручке предприятий составляла во второй половине 1990х гг., по различным оценкам, от 30 до 70 процентов

(Аукуционек, 1998, Карпов, 1997, Guriev and Ickes, 1999, Seabright, 2000). Данных о векселях также мало; их доля в выручке предприятий оценивается в 10-20 процентов (Commander et al., 2002). Кроме расчетов между предприятиями, бартер часто используется при уплате налогов (OECD, 2000) и даже при выплате заработной платы (Friebel and Guriev, 2000).

Такая степень демонетизации является беспрецедентной для индустриализированной экономики. Отметим, что широкое распространение бартера имеет место практически во всех странах, но с развитием денежной системы бартер исчезает безвозвратно.<sup>2</sup> Единственным исключением можно считать лишь периоды гиперинфляции. В России же бартер распространился именно после окончания высокой инфляции и успешно конкурировал с относительно устойчивой валютой.

После кризиса 1998 г. бартерные расчеты были практически вытеснены денежными (Российский бюллетень конъюнктурных опросов, 2001, Гуриев и Попов, 2001). Однако исследования бартерной экономики второй половины 1990х годов представляют не только абстрактный интерес. Пока неясно, что вызвало всплеск бартера (и что, соответственно, способствовало его вытеснению), вряд ли можно быть уверенным в том, что деньги заменили бартер окончательно и бесповоротно. Кроме того, так как бартер (средство снижения прозрачности операций) является симптомом наличия конфликта интересов, исследование связи между бартером и структурой капитала дает возможность оценить, права каких именно категорий инвесторов более или менее защищены.

---

<sup>2</sup> Оборот бартерных операций в США составляет не более 10 миллиардов долларов в год (IRTA, 1998), что на три порядка меньше ВВП США.

Существует несколько объяснений демонетизации российской экономики. Это и жесткая денежная политика (при мягкой бюджетной), и неразвитость банковской системы, и отсутствие доверия, и ценовая дискриминация, и многие другие причины (см. сборник Seabright, 2000, а также Pinto et al., 2000, Woodruff, 1999). Однако некоторые исследователи указывают на бартер и как на средство сокрытия доходов от государственных и частных кредиторов и внешних акционеров (Карпов 1997, Горобец и др., 1999, OECD, 2000).<sup>3</sup>

Как ни странно, до сих пор не было предпринято количественных исследований связи между бартером и корпоративным управлением. В последнее время появилось достаточно много эмпирических работ, исследующих бартерную экономику в России (см. Seabright, 2000, Brana and Maurel, 2000, Commander et al., 2002, Guriev et al., 2002). Эмпирическая литература по корпоративному управлению в России состоит всего лишь из нескольких работ. На небольшой выборке фирм, чьи акции наиболее ликвидны, Kouznetsov and Mouraviev (2001) изучают связь структуры собственности и результатов деятельности, а Goltsman (2000) и Vikbov et al. (2002) исследуют факторы, определяющие смену менеджеров. Предварительные результаты первой работы скорее совпадают с предсказаниями стандартных моделей корпоративного управления и указывают на наличие в российских предприятиях серьезных конфликтов между менеджерами и внешними собственниками и между

---

<sup>3</sup> Наиболее полная классификация объяснений бартера приведена в работе Макаров и Клейнер (2000). См. также перечень объяснений бартера в EBRD (1999).

крупными и мелкими акционерами.<sup>4</sup> В работе Goltsman (2000) предварительные результаты показывают, что смена менеджеров происходит часто не вследствие плохой деятельности компании, а скорее в процессе смены крупнейшего собственника (в экономике с плохо развитым рынком акций между этими двумя ситуациями существуют серьезные отличия). В работе Vikbov et al. (2002), показано, что значимая связь между эффективностью деятельности компании и сменой менеджеров наблюдается лишь для самых ликвидных эмитентов, при этом основную роль играют не внутренние механизмы корпоративного контроля, а рыночная дисциплина в конкурентных отраслях.

***Бартер и корпоративное управление: теория и эмпирические гипотезы***

В достаточно многих работах обсуждаются теоретические модели или ситуации на отдельных предприятиях (см. например, Карпов, 1997, или Яковлев, 1999), однако недостает эмпирического анализа сколь угодно репрезентативной выборки.

В настоящей работе проводится эконометрический анализ двух уникальных баз данных о российских предприятиях, созданных в Исследовательском центре РЭШ и Лаборатории конъюнктурных опросов Института экономики переходного периода. Мы используем многофакторные регрессии по методу наименьших квадратов (МНК), которые позволяют разделить

---

<sup>4</sup> В работе Радыгин и Энтов (2001) также исследуется связь между структурой собственности и эффективностью деятельности компании, однако рассматриваются попарные корреляции, а не многофакторные регрессии.

влияние различных факторов, в том числе и объяснений бартера, не связанных с корпоративным управлением.

В первую очередь, мы проверяем следующие гипотезы, предложенные различными авторами.

Гипотеза 1. Российские собственники имеют особый менталитет и более терпимы к бартеру. В соответствии с этой гипотезой, при заданной доле внешних собственников, чем больше акций у иностранных акционеров, тем меньше предприятие будет вовлечено в бартер. Данная точка зрения (которую Woodruff, 1999, называет "институциональной теорией бартера") воплощает общепринятую точку зрения, что бартер является частью советского-постсоветского менталитета. Однако, эта гипотеза также связана и с экономической теорией: если считать, что многие из «внешних» собственников на самом деле аффилированы с администрацией предприятия, а лишь иностранные собственники являются по настоящему внешними, то гипотеза 1 говорит о том, что чем больше акций у внешних собственников, тем легче им контролировать менеджмент.

Гипотеза 2. Роль государства. Менеджеры могут также следовать интересам властей в поддержании занятости и предпочитать неэффективные бартерные сделки сокращению уровня производства и рабочих мест (Shleifer and Vishny, 1994, Gaddy and Ickes, 1998a). Таким образом, при учете доли акции инсайдеров и концентрации пакета аутсайдеров, чем больше доля правительства, тем больше должно быть бартера. Отметим, что такое же предсказание дает и представление о том, что в общественном секторе издержки агентских отношений выше, чем в частном секторе, так что правительству труднее контролировать использование своих акций.

Гипотеза 3. Менеджеры могут использовать бартер для сокрытия доходов от внешних кредиторов и внешних акционеров (Карпов, 1997, Горобец и др., 1999). Эта гипотеза предсказывает, что чем больше задолженность фирмы и чем выше доля внешних акционеров, тем больше бартера. Предварительные результаты поддерживают данную гипотезу (см. модель и предварительные эмпирические результаты в Guriev et al., 2002), однако требуется более тщательная эмпирическая работа.

Гипотеза 4. Менеджеры могут использовать бартер для "окапывания", то есть для увеличения издержек по замене менеджеров внешними акционерами (Shleifer and Vishny, 1989, Gaddy and Ickes, 1998b). Данная гипотеза предсказывает, что предприятия с большим и более концентрированным пакетом внешних акционеров могут быть более вовлечены в бартер. Это предсказание является совершенно неочевидным и, поэтому, пожалуй, его более других интересно проверить.

### **Методология**

Данная работа – эмпирическое исследование. Мы проверяем сформулированные выше гипотезы о взаимосвязи бартера и корпоративного управления в России при помощи различных методов эконометрического анализа. В частности, нас будет интересовать оценка коэффициентов  $\gamma$  в уравнении<sup>5</sup>

$$b_i = \alpha + \beta' x_i + \gamma' y_i + \varepsilon_i,$$

---

<sup>5</sup> Естественно, что анализ одномоментного среза (cross-section) может быть смещен из-за наличия ненаблюдаемых характеристик предприятия. Для того, чтобы учесть данные характеристики, безусловно, необходимо было бы оценить коэффициенты при помощи панельных регрессий. Однако, мы не располагаем таким данными.

где  $i$  – номер предприятия,  $b_i$  – доля бартера (или неденежных средств) в выручке предприятия,  $x_i$  – вектор характеристик предприятия, которые необходимо предпринимать во внимание при анализе бартера (например, размер, производительность, финансовое состояние, экспорт, отраслевые переменные, включая рыночную концентрацию, региональные переменные, включая финансовое состояние региона, политическую ориентацию губернатора, состояние судебной системы в регионе и др.),  $y_i$  – переменные, описывающие структуру капитала и структуру собственности (отношение внешнего долга к собственному капиталу, и внешний долг как доля годовой выручки (или прибыли), доля менеджеров, доля правительства, доля крупных внешних акционеров, количество внешних акционеров и т.д.),  $\varepsilon_i$  – остатки.

### **Описание данных**

В работе используются следующие базы данных, построенные в РЭШ, ЦЭФИР и ИЭПП.

1. База данных Disclosure ФКЦБ. Содержит ежеквартальную информацию о собственности предприятий (до 1000 предприятий для отдельных кварталов), изменениях в составе руководства и т.д. Содержит информацию за вторую половину 1998, 1999, начало 2000 гг. Также содержит квартальные балансы предприятий.
2. База данных АК&М. Содержит информацию, аналогичную информации Disclosure.
3. База данных Госкомстата о предприятиях России. Содержит информацию об основных показателях



деятельности больших и средних предприятий России (около 16000 предприятий). Также содержит финансовую отчетность предприятий за 1996-1999 гг, что позволяет оценить долю бартера, как долю неденежных средств в выручке предприятия.

4. Опросы предприятий ИЭПП (около 600 предприятий). Содержит информацию о доле бартера в выручке предприятий (ежегодно с 1996 г.).
5. База данных «СОБСТВЕННОСТЬ-БАРТЕР-КОНКУРЕНЦИЯ» собранная в лаборатории конъюнктурных опросов ИЭПП в 1999 г. Включает результаты опроса руководителей 200 предприятий<sup>6</sup>.

---

<sup>6</sup> см. Список заданных вопросов в Приложении.

На основе имеющихся данных были сформированы две выборки:

1. Disclosure-ГКС: Структура собственности из disclosure, бартер (доля неденежных расчетов в выручке) из данных по предприятиям Госкомстата. Данные за 1999 год.
2. ИЭПП-200: Структура собственности и бартер из ВД «СОБСТВЕННОСТЬ-БАРТЕР-КОНКУРЕНЦИЯ». 1999 год

Каждая выборка обладает своими преимуществами и недостатками. Первая выборка по сравнению со второй в 4.5 раза больше (900 предприятий против 200), но не позволяет измерить долю бартера напрямую (можно вычислить только долю неденежной выручки, состоящей из бартера, взаимозачетов, оплаты векселями и т.п.). Совместная интерпретация результатов эмпирического анализа обеих выборок позволит сделать более обоснованные выводы.

Основные характеристики выборок представлены в Приложении: Таблица П1 – описание основных переменных, Таблицы П2, П3 – основные характеристики первой выборки (Disclosure и Госкомстат), Таблица П4 – Список вопросов задававшихся менеджерам предприятий в опросе ИЭПП, а также соответствующие им переменные, Таблицы П5, П6 – основные характеристики второй выборки (Опрос ИЭПП).

Таблица 1. Отраслевая репрезентативность выборок. ОКОНХ2  
 – двузначный код отраслевого классификатора ОКОНХ.

ИЭПП-200		Disclosure-ГКС		Регистр предприятий Госкомстата РФ (96 000 предприятий)	
ОКОНХ2	%	ОКОНХ2	%	ОКОНХ2	%
11	2,02	11	8,93	11	4,38
12	2,53	12	6,50	12	1,64
13	2,53	13	6,26	13	1,70
14	43,43	14	22,51	14	16,57
15	4,55	15	2,32	15	10,12
16	11,62	16	3,48	16	5,87
17	16,67	17	2,44	17	10,52
18	14,65	18	11,48	18	13,73
19	1,52	19	3,36	19	7,20
другие	0,51	другие	32,70	другие	28,80
71	0,51	21	1,04	21	2,08
		51	4,76	51	3,30
		52	6,73	52	0,52
		61	4,29	61	4,26
		71	5,45	71	6,70
		80	2,20	80	1,37
		90	2,09	90	2,59

В данной таблице приводится отраслевой срез двух выборок, в сравнении в информацией по 96 тысячам российских предприятий из Реестра предприятий Госкомстата. Как видно из таблицы, выборка ИЭПП наименее репрезентативна (в ней относительно много предприятий машиностроения и мало предприятий ТЭК). Несколько другой результат получается при рассмотрении географического среза выборок – обе выборки достаточно репрезентативны.

*Таблица 2. Географическая репрезентативность выборок. В таблице показаны количество предприятий, расположенных в каждом федеральном округе для каждой выборки (в процентах).*

Федеральный округ	ИЭПП-200	Disclosure-ГКС	Регистр предприятий Госкомстата РФ (96 000 предприятий)
Центральный без Москвы	27,32	19,88	19,76
Дальневосточный	2,73	3,37	7,21
Москва	4,92	14,07	6,57
Северо-Западный	12,57	11,74	11,54
Приволжский	24,59	22,79	20,28
Сибирский	9,84	15,23	15,51

Южный	12,02	5,47	11,34
Уральский	6,01	7,44	7,79

### ***Средние значения и парные корреляции.***

Обратим внимание на таблицы П2 и П5. Среднее значение неденежных форм расчета равно примерно 45%, которые можно разбить на три крупные составляющие: бартер (17%), взаимозачеты (18%) и векселя (5%).

В Таблицах П3 и П6 представлены парные корреляции между основными переменными для первой и второй выборок соответственно. Оказывается, что на уровне парных корреляций неденежные расчеты значимо связаны лишь с долей иностранных собственников (коэффициент отрицателен, но невелик, всего -10%), а также с величиной задолженности (коэффициент положителен, но также невелик - всего 23%). Непосредственно же бартер некоррелирован ни с долгом, ни с долей иностранных собственников (Таблица П6).

### ***Результаты***

В Таблицах П7 и П8 представлены результаты основных регрессий. Полученные результаты несколько отличаются от того, что предсказывают парные корреляции. Рассмотрим результаты тестирования гипотез по порядку.

Таблица 3. Некоторые результаты регрессий МНК (полностью спецификации и результаты в таблицах П7 и П8).

	Выборка 1	Выборка 2
Собственность инсайдеров	-0.29 ÷ -0.43	незначим
Собственность иностранцев	-0.19 ÷ -0.31	-0.25 ÷ -0.52
Доля государства	незначим	незначим
Задолженность	0.07 ÷ 0.13	незначим
Кол-во набл.	221 ÷ 488	94 ÷ 164
R <sup>2</sup>	0.25 ÷ 0.44	0.17 ÷ 0.35

Отвергаются ли предложенные гипотезы? Гипотеза 1 не отвергается данными – как бартера, так и неденежных расчетов в целом действительно меньше на предприятиях с большей долей иностранных инвесторов. Величина эффекта умеренна – при увеличении доли иностранных собственников на 10% уровень неденежных средств в выручке снижается лишь на 2-5%. Гипотеза 2 отвергается данными – уровень бартера не зависит от доли государства в собственности предприятия. Гипотеза 3 подтверждается, а гипотеза 4 отвергается.<sup>7</sup> Как видно из таблицы П7, доля неденежных средств в расчетах больше на предприятиях с высокой задолженностью. Анализ выборки ИЭПП-200 не дает статистически значимой связи бартера и величины долга, но

это может быть вызвано относительной небольшим количеством наблюдений. Что касается доли инсайдеров и аутсайдеров, очевидно, необходимы дальнейшие исследования: выявляются некоторые значимые категории собственников, которые влияют на бартер, однако не так легко определить, являются ли они инсайдерами или аутсайдерами. Оказывается, например, что чем большую долю акций контролируют российские банки, тем выше доля неденежных форм расчетов. С другой стороны, важным результатом является отрицательная корреляция между долей акций у администрации и уровнем бартера (правда, значимы результаты получены только на одной выборке): действительно, чем больше акций у менеджеров, тем более они заинтересованы в благосостоянии акционеров.

Результаты эмпирического анализа можно разделить на несколько категорий

1. Существует связь между бартером и корпоративным управлением.

После учета альтернативных объяснений бартера (финансовое положение предприятия, доступ к внешним рынкам, внутренняя и внешняя конкуренция на рынке продукции, отраслевая и региональная специфика) была обнаружена статистически значимая связь уровня бартера со структурой капитала: структурой собственности и величиной внешней задолженности. Корреляция между уровнем бартера и структурой капитала доказывает, что бартер действительно связан с корпоративным управлением.

---

<sup>7</sup> Тот факт, что гипотеза 4 противоречит данным, говорит (особенно в свете прочих результатов) о том, что менеджеры российских компаний обладают достаточной властью и не нуждаются в «окапывании».



2. Бартер возникает вследствие конфликта интересов между менеджментом и внешними инвесторами.

Обнаружена отрицательная связь между бартером и долей акций, находящейся в распоряжении менеджеров. Чем больше акций у администрации предприятия, тем более ее интересы совпадают с интересами собственников, и тем меньше стимулов для использования бартера.

3. Концентрация собственности у внешних инвесторов помогает им защитить свои интересы.

Обнаружена отрицательная связь между бартером и долей акций, находящейся в распоряжении у иностранных собственников (при прочих равных, включая долю акций менеджеров). Чем больше акций у иностранных собственников (при заданной доле акций администрации предприятия), тем легче им отстаивать свои интересы.

Этот результат также находится в полном соответствии с теорией корпоративного управления (Shleifer and Vishny, 1997). Для осуществления мониторинга собственники должны решить проблему координации; крупным акционерам это сделать гораздо проще, чем мелким. Учитывать долю администрации необходимо, так как следует отделить эффект контроля собственников над менеджментом от эффекта стимулов менеджмента (см. выше). Оказывается, что эффект контроля более статистически значим, но слабее, чем эффект стимулов, поэтому неясно, увеличится или уменьшится уровень бартера при перераспределении акций от менеджеров к внешним собственникам. Мы предполагаем, что именно доля акций иностранных собственников (в нашей классификации оффшоры не включены в категорию

иностранных собственников, а в подавляющем большинстве компаний в наших выборках иностранные собственники являются миноритарными акционерами) наилучшим образом представляют именно внешних собственников, остальные собственники могут быть аффилированы с инсайдерами.

#### 4. Государство-собственник не участвует в управлении предприятием.

Влияние доли акций, принадлежащих государству, на уровень бартера статистически незначимо, то есть не отличается от влияния мелких акционеров (опять-таки, при учете доли акций других категорий акционеров). Таким образом, в отличие от иностранных собственников, государство не контролирует менеджеров. По-видимому, представители государства не заинтересованы в результатах деятельности предприятия. Альтернативное объяснение заключается в наличии двух компенсирующих друг друга противоположных эффектов: с одной стороны, государство заинтересовано в увеличении бартера (например, как средство сохранения избыточной занятости), с другой стороны, как собственник, государство старается предотвратить увеличение бартера.

5. Собственники и менеджеры используют бартер для сокрытия доходов от кредиторов. Кредиторы не могут защитить свои права.

Чем выше уровень внешней задолженности, тем выше уровень бартера. Это объясняется тем, что менеджеры и собственники сталкиваются с проблемой долгового навеса и используют бартер для сокрытия доходов от кредиторов и сохранения оборотного капитала предприятия. В отличие от внешних акционеров, внешние кредиторы не могут защитить свои интересы вследствие неэффективных процедур банкротства (см. модель, а также аналогичные эмпирические результаты по еще одной выборке в статье Guriev et al., 2002).

6. Прочие результаты: данные подтверждают другие объяснения бартера.

Как и других эмпирических работах, посвященных исследованию бартера в России (Brana and Maurel, 2002, Commander and Mummsen, 1998, Commander, Dolinskaya, Mummsen, 2002, Guriev and Ickes, 2000, Carlin et al., 2000, Guriev and Kvassov, 2000), регрессионный анализ показывает, что уровень бартера на предприятии тем выше, чем больше предприятие, чем меньше у него ликвидных средств, чем меньше оно экспортирует и чем выше концентрация рыночной власти в его отрасли.

7. Неочевидный результат: Российские внешние акционеры (особенно банки).

Уровень бартера тем выше, чем больше доля собственности российских акционеров собственников – банков и небанковских инвесторов (включая ЗАО «XXX-Инвест», где XXX – название предприятия). По-видимому, эти категории собственников представляют

аффилированные с администрацией предприятия структуры, вовлеченные в осуществление неденежных и квазиденежных расчетов. Безусловно, данный вопрос требует дальнейшего исследования.

### **Заключение**

В данной работе предпринята попытка эмпирической проверки ряд гипотез о связи между бартером и корпоративным управлением на российских предприятиях. Мы используем данные об уровне бартера и других неденежных средств расчета, а также по структуре капитала из двух выборок российских промышленных предприятий. Оказывается, что уровень бартера зависит от структуры капитала (даже учитывая другие факторы, влияющие на бартер). Результаты позволяют предположить, что бартер действительно может являться результатом конфликта интересов между различными инвесторами: между кредиторами и собственниками, а также между внешними и внутренними собственниками.

Как упоминалось выше, распространение бартера больше не является актуальной задачей экономической политики. С другой стороны, полученные результаты показывают, что бартер связан со структурой капитала, следовательно, уровень бартера может служить индикатором состояния корпоративного управления на предприятии. Анализ зависимости уровня бартера от структуры капитала позволяет количественно оценить защищенность отдельных категорий инвесторов и выделить приоритетные действия в области корпоративного управления.

Во-первых, уровень защиты прав собственников низок: менеджеры, не владеющие достаточным количеством акций, нарушают права собственников. Лишь концентрация

собственности позволяет внешним акционерам защитить свои права. Во-вторых, государство не является эффективным собственником. В-третьих, менеджеры и собственники нарушают права кредиторов. Поэтому:

- Необходимы меры по улучшению внутренних механизмов корпоративного управления, повышению прозрачности компании и улучшению контроля акционеров над собственниками. До того, как достигнуты серьезные успехи по этим направлениям, не следует препятствовать концентрации прав собственности, в том числе, в руках иностранных акционеров. Кроме того, следует поощрять предоставление менеджерам бонусов в форме опционов на покупку акций.
- Необходим либо выход государства из собственности производственных предприятий, либо повышение эффективности участия представителей государства во внутренних механизмах корпоративного управления.
- Необходимо повышение эффективности процедур банкротства, которые пока в недостаточной степени защищают права внешних кредиторов.

### **Список литературы**

- Аукуционек С.П. Бартер в российской промышленности. Вопросы экономики. – 1998.– Вып.2. – С. 51–60.
- Горобец Г.Г., Кузнецов П.В., Фоминых А.К. Бартер и неплатежи как отражение новой формы организации промышленности: Отчет РЦЭР, – М.: РЦЭР – 1999.
- Гуриев, С.М., Попов В.В. Немонетарная экономика России: мы ничего не забыли и кое-чему научились. В сб. Экономика России в 2000 г. Обзор. Прогноз на 2001 г. Под ред. В.Г. Курьерова М.: АНХ. – 2001.
- Карпов В.А. О причинах низкой собираемости налогов (неплатежей фискальной системе), общих причинах "кризиса платежей" и возможностях восстановления платежеспособности российских предприятий : Отчет Межведомственной балансовой комиссии. – М.– 1997.
- Макаров В.Л., Клейнер Г.Б. Бартер в России: факторы взлета и причины спада. Экономическая наука современной России. Материалы Всероссийской конференции. Москва, 28–30 ноября 2000 г. Под ред. Г.Б. Клейнера. М.: ЦЭМИ РАН, 2000, стр. 54–58.
- Радыгин, А.Д., Энтов, Р.М. Корпоративное управление и защита прав собственности: эмпирический анализ и актуальные направления реформ. Научные труды ИЭПП 36Р, М.: ИЭПП. – 2001.
- Российский бюллетень конъюнктурных опросов. Промышленность. Опрос 115. М.: ИЭПП. – 2001.
- Яковлев А.А. О причинах бартера, неплатежей и уклонения от уплаты налогов в российской экономике. Вопросы экономики. – 1999. – N 4. – С. 102–115.

Berglöf, Erik and Ludwig von Thadden (1999). "The Changing Corporate Governance Paradigm: Implications for Transition and Developing Countries." Conference Paper, Annual World Bank Conference on Development Economics, Washington D.C.

Bikbov, Ruslan, David Brown, Sergei Guriev and Andrei Rachinsky (2002). "Managerial Turnover and Corporate Performance in Russia." Mimeo. New Economic School, Moscow.

Brana Sophie and Mathilde Maurel (1999). "'Barter in Russia: Liquidity Shortage Versus Lack of Restructuring.'" CEPR Discussion Paper No. 2258.

Carlin W., Fries S., Schaffer M., Seabright P. (2000). 'Barter and Non-Monetary Transactions in Transition Economies: Evidence from a Cross-Country Survey.' In Paul Seabright, ed.: *The Vanishing Rouble: Barter Networks and Non-Monetary Transactions in Post-Soviet Societies*. Cambridge University Press.

Commander S., Mumssen C. (1998). "'Understanding Barter in Russia'". EBRD Working Paper No.37.

Commander, Simon, Irina Dolinskaya, Christian Mumssen (2002), Determinants of barter in Russia: an empirical analysis, *Journal Of Development Economics* (67), 2 pp. 275-307.

EBRD (1999) *Transition Report*, London, p.142.

Fox, Merritt, and Michael Heller (1999). "Corporate Governance Lessons from Russian Economy Fiascos." WDI Working Paper 282, University of Michigan, Ann Arbor.

Friebel, Guido and Sergei Guriev (2000). "Why Russian workers do not move: attachment of workers through in-kind payments", CEPR Discussion Paper No. 2368.

Gaddy, Clifford and Barry W. Ickes (1998a). "' Beyond a Bailout: Time to face reality about Russia's 'Virtual economy,'" *Foreign Affairs*, 77 (5).

Gaddy, Clifford and Barry Ickes (1998b). "'To Restructure or Not To Restructure: Informal Activities and Enterprise Behavior in Transition'", William Davidson Institute Working Paper No. 134.

Goltsman, Maria (2000). "Managerial Turnover in Russian Firms." M.A. Thesis, New Economic School.

Guriev, Sergei and Barry Ickes (1999). "Barter in Russia: Myths vs Empirical Evidence" *Russian Economic Trends*, 1999, No.2, pp.6-13.

Guriev, Sergei and Barry Ickes (2000). "Barter in Russian Firms" in Paul Seabright, ed. *The Vanishing Rouble: Barter Networks and Non-Monetary Transactions in Post-Soviet Societies*. Cambridge University Press.

Guriev, Sergei and Dmitry Kvassov (2000). "Barter for price discrimination?", CEPR Discussion Paper No. 2449.

Guriev, Sergei, Igor Makarov and Mathilde Maurel (2002). "The Debt Overhang and Barter in Russia", forthcoming in the *Journal of Comparative Economics*.

IRTA (1998). *IRTA Fact Sheets: Dollars Bartered by North American Companies*. International Reciprocal Trade Association, Chicago.

Kouznetsov, Pavel and Alexander Mouraviev (2001). "Ownership Structure and Firm Performance in Russia: The



Case of Blue Chips of the Stock Market." EERC Working Paper 01/10E, Moscow.

OECD (2000). Country Study: Russia.

Pinto, B., Drebenstov V., Morozov A. (2000). "' Give Macroeconomic Stability and Growth in Russia a Chance", *Economics of Transition* 8(2), p. 297 - 324 .

Pistor, Katarina, Martin Raiser and Stanislav Gelfer. "Law and Finance in Transition Economics.", *Economics of Transition*, July 2000, vol. 8, no. 2, pp. 325-368(44)

Seabright, Paul, ed. (2000) "The Vanishing Ruble: Barter Networks and Non-Monetary Transactions in Post-Soviet Societies." Cambridge University Press.

Shleifer, Andrei and Robert Vishny (1989). "Managerial Entrenchment: The Case of Manager-Specific Investments." *Journal of Financial Economics*.

Shleifer, Andrei and Robert Vishny (1994). "'Politicians and Firms'", *Quarterly Journal of Economics*, 109(4), pp. 995-1025.

Shleifer, Andrei and Robert Vishny (1997). "A Survey of Corporate Governance", *Journal of Finance*.

Woodruff, David (1999). *Money Unmade: Barter and the Fate of Russian Capitalism*, Cornell University Press.

## Приложение

Таблица П1. Описание переменных

Переменная	Объяснение	Выборка:	
		1	2
Impen	Доля импорта (1996) в выручки отрасли (5-зн. отрасль ОКОНХ)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
cr4	Отношение концентрации (5-зн. отрасль ОКОНХ)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
s_manag	Доля менеджеров	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
s_insid	Доля инсайдеров		
s_state	Доля государства	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
s_invest	Доля ЗАО «инвест»	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
s_rb	Доля российских банков	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
s_offsh	Доля оффшорных компаний	<input type="checkbox"/>	
s_foregn	Доля иностранных инвесторов	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
max_outs	Наибольшая доля внешнего собственника	<input type="checkbox"/>	
num_outs	Кол-во внешних собственников	<input type="checkbox"/>	
sal_drop	Спад производства за годы реформ (среднее за 92-98 отношение выпуска двух последовательных лет)	<input type="checkbox"/>	
barter	Доля бартера в выручке		<input type="checkbox"/>
nonmon	Доля неденежных средств в выручке	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Veksel	Доля вексельной оплаты в выручке		<input type="checkbox"/>
vzaimoz	Доля взаимозачетов в выручке		<input type="checkbox"/>
l_empl	Размер предприятия (логарифм занятости)	<input type="checkbox"/>	
Size	Размер предприятия		<input type="checkbox"/>
Comp_rus	Интенсивность конкуренции со стороны Российских предприятий (восприятие менеджеров)		<input type="checkbox"/>
Comp_cis	Интенсивность конкуренции со стороны предприятий из ближнего зарубежья (восприятие менеджеров)		<input type="checkbox"/>
Comp_for	Интенсивность конкуренции со стороны предприятий из дальнего зарубежья (восприятие менеджеров)		<input type="checkbox"/>
money_sh	Отношение ликвидных средств в начале года к годовой выручке	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
debt_sh	Отношение задолженности в начале года к годовой выручке	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
exp_sh	Доля экспорта (1997) в годовой выручке	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

**Таблица П2. Выборка 1: Основные характеристики переменных**

Переменная	Кол-во набл.	М.О.	Сркв. Откл.	Мин	Макс
impen	861	0.20	0.26	0.00	1.00
cr4	550	0.72	0.23	0.05	1.00
s_manag	847	6.89	11.06	0.00	94.50
s_state	861	7.95	16.60	0.00	88.75
s_invest	861	0.71	4.94	0.00	75.37
s_rb	861	0.74	4.90	0.00	60.08
S_offsh	861	1.75	7.36	0.00	62.96
s_foregn	861	5.36	15.28	0.00	99.99
max_outs	861	27.76	20.97	0.00	100.00
num_outs	861	2.15	1.80	0.00	13.00
sal_drop	426	0.91	0.18	0.13	1.64
nonmon	857	0.45	0.35	0.00	1.00
l_empl	861	7.02	1.28	3.30	11.62
money_sh	855	0.03	0.07	0.00	1.04
debt_sh	861	0.66	0.93	0.00	9.96
exp_sh	861	0.46	1.23	0.00	9.98

Таблица 3. Выборка 1 : Матрица корреляций (под значением корреляции приводится уровень значимости).

	nonmon	impen	cr4	s_man	s_state	s_inv	s_rb	s_off	s_for	sal_dr	l_em	money_sh	debt_s
nonmon	1,00												
impen	0,20 0,00	1,00											
cr4	0,23 0,00	0,17 0,00	1,00										
s_managm	-0,13 0,00	-0,01 0,69	- 0,12 0,00	1,00									
s_state	-0,03 0,46	0,04 0,29	- 0,02 0,53	-0,08 0,02	1,00								
s_invest	-0,01 0,85	-0,06 0,08	0,05 0,17	0,01 0,81	-0,04 0,19	1,00							
s_rb	0,03 0,40	-0,04 0,22	- 0,03 0,45	-0,01 0,87	-0,03 0,38	0,02 0,62	1,00						
S_offsh	-0,01 0,72	0,03 0,37	0,00 0,89	-0,03 0,34	-0,09 0,01	-0,01 0,81	0,02 0,59	1,00					
S_foregn	-0,10 0,00	-0,01 0,83	- 0,03 0,36	-0,09 0,01	-0,14 0,00	-0,04 0,24	0,02 0,51	0,08 0,02	1,00				
sal_drop	-0,21 0,00	-0,12 0,01	- 0,15 0,00	-0,08 0,11	0,07 0,12	0,05 0,31	0,03 0,55	0,10 0,04	0,21 0,00	1,00			
L_eml	0,27 0,00	0,09 0,01	0,18 0,00	-0,30 0,00	0,01 0,84	-0,05 0,13	0,03 0,38	0,06 0,10	0,13 0,00	0,09 0,06	1,00		
money_sh	-0,25 0,00	-0,12 0,00	- 0,09 0,01	0,00 0,98	0,03 0,39	0,03 0,37	0,02 0,53	0,01 0,69	0,02 0,49	0,04 0,46	0,15 0,00	1,00	
debt_sh	0,23 0,00	0,02 0,49	0,05 0,18	-0,11 0,00	0,10 0,00	0,04 0,20	0,00 0,96	-0,05 0,16	-0,07 0,05	-0,26 0,00	0,01 0,76	0,04 0,28	1,00
exp_sh	-0,01 0,67	0,19 0,00	0,11 0,00	-0,08 0,01	0,04 0,24	-0,02 0,56	0,08 0,02	0,17 0,00	0,11 0,00	0,08 0,08	0,25 0,00	0,07 0,03	-0,05 0,12

**Таблица П4. Вопросы заданные менеджерам 200 предприятий и переменные им соответствующие.**

вопрос №		СОБСТВЕННОСТЬ.		вопрос №		Причины БАРТЕРА	
1	s_insid	% рядовых		1		Дефицит денежных средств У ПАРТНЕРОВ	
2	s_insid	% кол.траст		2		Отсутствие других партнеров для приобретения необходимой продукции	
3	s_insid	% администрации		3		Возможность взыскать прежние долги	
4	s_insid	% директора		4		Дефицит денежных средств на ВАШЕМ предприятии	
5	s_insid	% на балансе АО		5		Возможность поддержать производство на ВАШЕМ предприятии	
6		% поставщики и потребители		6		Более выгодные цены	
7		% других предприятий		7		Снижение издержек, связанных с реализацией продукции	
8		% холдингов и ФПГ		8		Выгода при уплате налогов	
9	s_rb	% ком. Банков		9		Возможность более эффективно использовать денежные средства ВАШЕГО предприятия	
10	s_invest	% инвест.фондов		10		Стремление ускорить сбыт продукции	
11		% пенс. Фондов		11		Содействие продвижению продукции на новые рынки сбыта	
12		% страх. Компаний		12		Рекомендации местных или федеральных властей	
13		% сторон физ. Лица		13		ХОТЕЛО бы от избавиться неденежных форм?	
14	s_foreign	% иностр. Акционеры		14		СМОГЛО бы от избавить от неденежных форм?	
15	s_state	% Государство		вопрос №		БАРТЕР: процент продаж:	
16	s_state	% РФ		1		% БЕЗНАЛИЧН. Расчет	
	вопрос №	интенсивность КОНКУРЕНЦИИ:		2	barter	% БАРТЕРА	
1	Comp_rus	со стороны РОССИЙСКИХ фирм		3	vzaimoz	% ВЗАИМОЗАЧЕТ	
2	Comp_CIS	со стороны фирм из БЛ.ЗАРУБЕЖЬЯ		4	veksel	% ВЕКСЕЛЯМИ	
3	Comp_for	со стороны фирм из ДАЛ.ЗАРУБЕЖЬЯ		5		% ВАЛЮТОЙ	

**Таблица П5. Выборка 2: Основные характеристики переменных**

<i>Переменная</i>	<i>Кол-во набл.</i>	<i>М.О.</i>	<i>Сркв. Откл.</i>	<i>Мин</i>	<i>Макс</i>
size	198	3,67	1,30	0	8
comp_rus	198	1,88	1,22	0	5
comp_cis	198	2,87	1,66	0	5
comp_for	198	2,97	1,80	0	5
s_insiders	198	44,92	30,18	0	162,50
s_rb	198	1,48	6,30	0	67,50
s_investm	198	3,57	8,54	0	47,50
s_state	198	11,69	19,05	0	92,50
s_foreign	198	2,66	11,84	0	92,50
impen96	198	0,33	0,25	0	1
money_sh	118	0,04	0,13	0,00	1,29
debt_sh	118	0,86	1,15	0,02	10,04
exp_sh	196	0,16	0,48	0	5,04
barter	198	17,80	24,22	0	90
veksel	198	5,45	12,65	0	90
vzaimoz	198	18,06	22,63	0	90
Cr4	194	0,68	0,24	0,05	1,00
l_empl	124	6,65	0,84	3,73	9,68

**Таблица П6. Выборка 2 : Матрица корреляций (под значением корреляции приводится уровень значимости) .**

	nonmn	vzaim	bart	exp_s	debt	money	l_emp	cr4	Impen	s_for	s_ste	s_inv	s_rb	s_ins
nonmon	1,00													
vzaimoz	0,69 0,00	1,00												
bart	0,70 0,00	0,09 0,23	1,00											
exp_sh	0,01 0,92	0,09 0,20	-0,09 0,20	1,00										
debt	0,17 0,06	-0,02 0,86	-0,05 0,61	0,05 0,55	1,00									
money	-0,18 0,05	-0,09 0,32	-0,15 0,10	-0,02 0,79	-0,08 0,39	1,00								
l_emp	0,30 0,00	0,31 0,00	0,13 0,14	0,01 0,90	0,06 0,53	-0,15 0,11	1,00							
Cr4	0,27 0,00	0,14 0,05	0,17 0,02	0,13 0,06	0,17 0,05	-0,03 0,74	0,22 0,01	1,00						
impen96	0,06 0,38	-0,02 0,73	0,12 0,10	0,06 0,37	0,29 0,00	-0,09 0,32	0,12 0,20	0,29 0,00	1,00					
s_for	-0,09 0,20	-0,03 0,69	-0,10 0,06	0,09 0,21	0,04 0,64	0,15 0,10	0,12 0,18	0,02 0,73	0,02 0,80	1,00				
s_state	0,05 0,50	0,03 0,72	0,03 0,70	0,08 0,28	0,16 0,08	-0,01 0,95	0,04 0,68	0,09 0,20	0,06 0,42	-0,04 0,55	1,00			
s_investm	0,14 0,05	0,05 0,45	0,16 0,03	0,03 0,67	-0,06 0,49	-0,02 0,87	0,15 0,10	0,23 0,00	0,16 0,02	0,03 0,71	0,00 0,95	1,00		
s_rb	0,08 0,26	0,01 0,92	0,12 0,10	0,01 0,94	-0,05 0,58	-0,04 0,69	0,10 0,25	0,14 0,05	-0,03 0,71	0,12 0,10	-0,06 0,37	0,07 0,33	1,00	
s_insider	0,08 0,28	0,00 0,95	0,08 0,26	-0,05 0,48	-0,12 0,19	-0,17 0,06	-0,13 0,15	0,14 0,05	0,01 0,92	-0,17 0,02	-0,18 0,01	-0,03 0,64	-0,08 0,28	1,00
size	0,27 0,00	0,17 0,02	0,16 0,03	0,24 0,00	0,14 0,13	-0,01 0,89	0,71 0,00	0,19 0,01	0,11 0,12	0,08 0,24	0,09 0,19	0,13 0,06	0,17 0,02	-0,13 0,07

**Таблица П7. Регрессии МНК. Выборка 1. Зависимая переменная Доля неденежных средств в выручке (полтон). В скобках приведены значения t-статистик. Стандартные ошибки скорректированы по методу Уайта. Уровни значимости: \*\*\* 1%, \*\* 5%, \* 10%. Регрессии (1) и (6) оценены на полной выборке, (2)-(5) – на выборке промышленных предприятий**

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Доля инсайдеров	-0.08 (0.79)	-0.43 (1.87) *	-0.29 (1.96) *	-0.28 (1.89) *	-0.29 (1.95) *	-0.08 (0.77)
Доля иностранных собственников	-0.15 (2.12) **	-0.31 (2.45) **	-0.20 (2.33) **	-0.19 (2.22) **	-0.20 (2.33) **	-0.15 (2.12) **
Доля государства	0.05 (0.87)	-0.02 (0.14)	0.02 (0.22)	0.02 (0.19)	0.02 (0.23)	0.05 (0.90)
Доля российских банков	0.22 (2.17) **	0.48 (2.37) **	0.19 (2.37) **	0.18 (2.19) **	0.19 (2.38) **	0.22 (2.20) **
Доля ЗАО «Инвест»	0.20 (0.96)	-1.64 (1.05)	1.03 (2.39) **		1.03 (2.40) **	0.20 (0.95)
Долг/выручка	0.08 (4.18) ***	0.13 (3.21) ***	0.07 (2.82) ***	0.07 (2.97) ***	0.07 (2.83) ***	0.08 (4.21) ***
Размер	0.03 (3.68) ***	0.06 (2.77) ***	0.04 (3.26) ***	0.04 (3.20) ***	0.04 (3.25) ***	0.03 (3.67) ***
Доля импорта в отрасли CR4	-0.07 (1.16)	-0.13 (1.16)	-0.10 (1.62)	-0.10 (1.61)	-0.10 (1.62)	-0.07 (1.17)
Ликвидные активы/выручка	0.10 (1.92) *	0.29 (2.16) **	0.21 (2.48) **	0.22 (2.63) ***	0.21 (2.47) **	0.10 (1.90) *
Доля экспорта в выручке	-0.12 (2.38) **	-0.11 (0.17)	-0.17 (3.79) ***	-0.12 (1.68) *	-0.17 (3.78) ***	-0.12 (2.37) **
Москва	-0.02 (1.63)	-0.01 (0.60)	-0.02 (1.81) *	-0.02 (1.67) *	-0.02 (1.87) *	-0.02 (1.75) *
Центральный округ за вычетом Москвы	-0.10 (0.97)	-0.29 (1.44)	-0.19 (1.02)	-0.19 (1.02)	-0.19 (1.03)	-0.10 (1.01)
Северо-Западный Округ	-0.00 (0.03)	-0.21 (1.05)	-0.09 (0.51)	-0.10 (0.52)	-0.09 (0.51)	-0.00 (0.04)
Южный округ	0.02 (0.16)	-0.20 (0.96)	-0.04 (0.22)	-0.05 (0.26)	-0.04 (0.23)	0.01 (0.13)
Приволжский	0.00 (.)	0.00 (.)	0.00 (.)	0.00 (.)	0.00 (.)	0.00 (.)
Уральский округ	0.12 (1.16)	-0.08 (0.38)	0.05 (0.27)	0.05 (0.25)	0.05 (0.27)	0.11 (1.14)
Сибирский Округ	0.05 (0.49)	-0.00 (0.02)	0.04 (0.20)	0.03 (0.17)	0.04 (0.19)	0.05 (0.45)
Дальневосточный Округ	0.10 (0.94)	-0.07 (0.32)	0.04 (0.21)	0.05 (0.26)	0.04 (0.21)	0.09 (0.92)
ind11	-0.11 (1.03)	-0.36 (1.71) *	-0.26 (1.36)	-0.27 (1.42)	-0.26 (1.36)	-0.11 (1.04)
ind12	0.13 (2.84) ***	-0.21 (1.73) *	-0.12 (1.45)	-0.12 (1.53)	-0.12 (1.43)	0.13 (2.84) ***
	0.21 (3.35) ***	0.02 (0.20)	-0.05 (0.50)	-0.03 (0.37)	-0.04 (0.48)	0.21 (3.32) ***



ind13	0.25 (4.38) ***	0.03 (0.31)	-0.00 (0.04)	0.00 (0.01)	-0.00 (0.03)	0.25 (4.35) ***
ind14	0.21 (5.09) ***	-0.02 (0.25)	-0.03 (0.37)	-0.03 (0.37)	-0.03 (0.35)	0.21 (5.08) ***
ind15	0.07 (0.90)	-0.15 (1.07)	-0.17 (1.84) *	-0.15 (1.66) *	-0.17 (1.83) *	0.07 (0.87)
ind16	0.26 (4.42) ***	0.00 (.)	0.03 (0.32)	0.03 (0.33)	0.03 (0.34)	0.26 (4.42) ***
ind17	0.21 (2.91) ***	0.05 (0.42)	0.00 (.)	0.00 (.)	0.00 (.)	0.20 (2.79) ***
ind18	-0.04 (0.82)	-0.17 (1.70) *	-0.24 (3.14) ***	-0.24 (3.18) ***	-0.24 (3.11) ***	-0.04 (0.86)
ind19	0.08 (1.19)	-0.08 (0.71)	-0.13 (1.49)	-0.13 (1.49)	-0.13 (1.47)	0.08 (1.18)
Выпуск как доля выпуска в 1991		-0.11 (0.82)				
Доля акций оффшоров					0.03 (0.18)	0.09 (0.61)
Constant	0.07 (0.55)	0.25 (0.79)	0.28 (1.30)	0.27 (1.26)	0.28 (1.29)	0.07 (0.56)
Observations	800	221	488	488	488	800
R-squared	0.27	0.44	0.30	0.29	0.30	0.27

**Таблица П8. Регрессии МНК. Выборка 2. Зависимая переменная: регрессии (1), (3) – Доля неденежных средств (бартер+векселя+взаимозачеты) в выручке (поптоп), регрессии (2), (4) – Доля бартера в выручке (barter), Зависимая переменная приведена в первой строке. В скобках приведены значения t-статистик. Стандартные ошибки скорректированы по методу Уайта. Уровни значимости: \*\*\* 1%, \*\* 5%, \* 10%.**

	(1)	(2)	(3)	(4)
Доля инсайдеров	0.12 (0.78)	0.15 (1.51)	0.05 (0.55)	0.05 (0.74)
Доля иностранных собственников	-0.52 (1.91) *	-0.29 (2.73) ***	-0.36 (1.54)	-0.25 (2.16) **
Доля государства	-0.11 (0.57)	-0.04 (0.26)	0.04 (0.22)	0.01 (0.11)
Доля российских банков	0.42 (1.48)	0.55 (1.67) *	0.18 (0.67)	0.36 (0.98)
Доля ЗАО «Инвест»	-0.15 (0.35)	0.04 (0.13)	0.14 (0.38)	0.22 (0.74)
debt_sh	0.08 (1.43)	0.07 (1.54)	0.00 (0.09)	0.03 (0.86)
Размер	0.10 (3.32) ***	0.02 (1.08)	0.07 (2.68) ***	0.02 (1.53)
Доля импорта в отрасли	0.18 (1.06)	0.31 (2.48) **	0.02 (0.12)	0.12 (1.16)
CR4	0.29 (1.56)	0.09 (0.64)	0.37 (2.10) **	0.22 (1.94) *
Ликвидные активы / выручка	-2.07 (1.38)	-2.20 (2.28) **		
Доля экспорта в выручке	-0.07 (0.67)	-0.17 (2.99) ***	-0.08 (0.99)	-0.16 (3.91) ***
Москва	-0.21 (1.07)	-0.03 (0.14)	0.00 (.)	0.00 (.)
Центральный округ за вычетом Москвы	-0.20 (1.06)	-0.01 (0.03)	0.22 (2.31) **	0.13 (2.16) **
Северо-Западный округ	-0.14 (0.70)	-0.06 (0.29)	0.18 (1.87) *	0.02 (0.37)
Южный округ	-0.30 (1.56)	-0.10 (0.46)	0.14 (1.21)	0.04 (0.61)
Приволжский	-0.10 (0.53)	0.04 (0.17)	0.20 (1.95) *	0.09 (1.37)
Уральский округ	-0.34 (1.52)	-0.23 (1.02)	0.07 (0.54)	-0.10 (1.30)
Сибирский округ	-0.21 (1.10)	-0.08 (0.34)	0.13 (1.12)	0.02 (0.30)
Дальневосточный Округ	0.00 (.)	0.00 (.)	0.24 (1.35)	0.01 (0.06)
Константа	-0.10 (0.40)	-0.07 (0.30)	-0.26 (2.24) **	-0.16 (2.34) **
Кол-во наблюдений	94	94	164	164
R <sup>2</sup>	0.35	0.35	0.17	0.20