

## Глава 8. КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ И СТРАТЕГИЧЕСКАЯ ЭФФЕКТИВНОСТЬ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ

Проблема взаимосвязи качества корпоративного управления и результатов деятельности компании остается в числе дискуссионных в мировой экономической и управленческой литературе. В связи с глобальным финансовым кризисом проблема влияния механизмов корпоративного управления на эффективность компании приобретает особое значение.

Имеющиеся в зарубежной литературе исследования этой взаимосвязи различаются трактовками признаков качества деятельности советов директоров, способами отражения эффективности деятельности компании и в конечном счете — получаемыми результатами. Можно выделить четыре типа подходов. *Первый тип* исследований строится путем описания качества корпоративного управления в соответствии с принципами сбалансированной системы корпоративного управления (выделение единичного признака в составе или в механизме работы советов директоров). Типичные характеристики, используемые с этой целью, включают долю независимых директоров в составе совета, наличие разделения ролей председателя совета директоров и президента компании (Hermalin, Weisbach, 1991; Mehran, 1995; Klein, 1998; Peng, Buck, Filatochev, 2003). Этому типу также свойственно применение традиционных, бухгалтерских показателей для выражения результатов деятельности компании: доходности совокупных активов (*ROA*), доходности собственного капитала (*ROE*), рентабельности продаж (*ROS*). *Второй тип* исследований также построен на выделении единичного признака для характеристики качества работы советов директоров, но спектр измерителей для эффективности компании расширен за счет включения рыночных показателей, таких как динамика рыночной капитализации и *Q* Тобина (Bhagat, Black, 2002; Hermalin, Weisbach, 1991). Полученные в работах первого и второго типов результаты не однозначны. Так, не обнаруживается статистически значимая взаимосвязь качества корпоративного управления, выраженного через количество независимых директоров (Yermack, 1996; Leblanc, Gillies, 2005), либо разделение позиций CEO и председателя совета директоров и эффективности компании.

Следует отметить, что упрощенность характеристик качества корпоративного управления и эффективности компании, применя-

емых для построения исследований первого и второго типов, видимо, не позволяет уловить взаимосвязи деятельности совета и эффективности компании. Так, в ряде исследований выявлена прямая статистически значимая зависимость показателей эффективности компании от высокого удельного веса независимых директоров в составе совета (Rosenstein, Wyatt, 1990; Barnhart, Marr, Rosenstein, 1994), обнаружено, что в сделках поглощения акции таких компаний продаются по более высокому курсу (Cotter, Zenner, 1994), а также показано наличие прямой связи между новостями о назначении независимых директоров в совет и ростом курса акций компании (Rosenstein, Wyatt, 1990). Как отмечает Ч. Хсу, влияние структуры совета директоров на стоимость фирмы зависит от уровня информационной прозрачности и значительно в случае высокого уровня раскрытия информации (Hsu, 2007). В исследованиях А. Агравала и С. Нобера, а также Дж. Коула и соавторов, напротив, выявлена обратная зависимость между количеством внешних директоров и показателями эффективности компании (Agrawal, Knoeber, 1996; Coles, McWilliams, Sen, 2001). В исследованиях Б. Хермалайна и М. Вейсбаха, а также С. Бхагата и Б. Блэка получен вывод об отсутствии статистически значимой связи (Hermalin, Weisbach, 1991; Hermalin, Weisbach, 2003; Bhagat, Black, 1999; Bhagat, Black, 2002).

Эмпирические работы *третьего типа* также используют показатели финансовой отчетности и динамики курсов акций для выражения эффективности, но для исследования качества деятельности советов директоров применяется более широкий спектр параметров: официально публикуемые *рейтинги* корпоративного управления или самостоятельно разработанные исследовательские рейтинги. В работах этого типа установлена зависимость между рыночной стоимостью компаний и качеством корпоративного управления в них. Этот вывод сделан как на основе исследований практики отдельных стран, так и сравнительного анализа опыта компаний нескольких стран. Показано, что усилия, направленные на рост качества корпоративного управления компаний, привели к *снижению* затрат на капитал (Dalton, Dalton, 2005). Аналогичный вывод получен на выборке испанских компаний при применении разных моделей оценки затрат на собственный капитал, включая трехфакторную модель Е. Фама и К. Френча (Reverte, 2009). Установлено, что снижение прозрачности деятельности компании ведет к росту рисков и увеличению требуемой собственником доходности инвестиций, в то время как компании с более прозрачными показателями о прибылях и с наличием независимого аудитора имеют более низкие требуемые доходности (Ashbaugh-Skaife, Collins, LaFond, 2004). Они также выявили, что компании, в которых доля институциональных инвесторов выше, имеют требуемую за риск ставку затрат на собственный

капитал обычно ниже, а в компаниях, где высока доля акционеров с блокирующими пакетами акций, напротив, выше.

Таким образом, выполненные работы позволяют сделать вывод о том, что рост качества работы советов директоров ведет к снижению рисков и ставки барьерной доходности на капитал, которую инвесторы считают минимально необходимой при сложившихся в компаниях инвестиционных рисках. Однако в работах данного типа получены противоречивые результаты взаимосвязи качества корпоративного управления и эффективности компании, рассмотренной через рыночную капитализацию. Прямая статистически значимая зависимость эффективности деятельности от корпоративного управления выявлена в исследованиях П. Гомперс и соавторов (Gompers, Ishii, Metrick, 2003), Л. Брауна и М. Кейлора (Brown, Saylor, 2005), А. Дурнева и Е. Хан Кима (Durnev, Han Kim, 2005), а также на выборах немецких (Drobetz, Schillhofer, Zimmermann, 2004), швейцарских (An Integrated Framework for Corporate Governance, 2004) и корейских компаний (Black, Jang, Kim, 2006). В то же время в ряде исследований выявлена обратная зависимость эффективности компаний от качества корпоративного управления (Bebchuk, Cohen, Ferrell, 2005) и статистически незначимая зависимость (Cheung, Jiang, 2008).

В четвертом типе исследований используется комплексный показатель качества корпоративного управления, но изменяется подход к измерению эффективности деятельности. Вместо бухгалтерских показателей и рыночной капитализации вводится экономическая прибыль. Такой подход использован в исследовании по данным американских компаний (Millstein, MacAvoy, 1998), канадских компаний (Adjaoud, Zeghal, Andaleeb, 2007). В обоих случаях выявлена статистически значимая прямая зависимость экономической прибыли от показателей качества корпоративного управления. Кроме того, в исследовании по 252 американским компаниям из списка *Fortune* для компаний, применяющих *EVA*<sup>®</sup>, направленном на оценку объясняющей способности экономической прибыли, получен вывод о том, что разница между показателем созданного за год прироста рыночной стоимости (*created shareholder value — CSV*) (Fernandez, 2002) и *EVA* объясняется набором переменных качества корпоративного управления (El Mir, Seboui, 2008).

Применительно к российским компаниям влияние практики корпоративного управления на их эффективность оценено в русле третьего типа исследований — с использованием в качестве зависимой переменной рыночной капитализации компаний. Выявлено наличие значимой прямой зависимости уровня рыночной капитализации от рейтингов корпоративного управления (Black, 2001; Black, Love, Rachinsky, 2006; Старюк, 2007).

Анализ выполненных исследований приводит к выводу о том, что при рассмотрении влияния корпоративного управления необходимо следовать традиции комплексного подхода к характеристике его качества. Более того, содержательно такое влияние состоит, прежде всего, в обеспечении советами директоров эффективности исполнения стратегии компании, или ее стратегической эффективности. Используемый в зарубежных исследованиях термин *corporate performance* в случае анализа результатов корпоративного управления должен интерпретироваться как эффективность исполнения корпоративной стратегии. Для решения этой задачи нецелесообразно применять традиционные бухгалтерские показатели, поскольку они не отражают инвестиционных рисков бизнеса. Такие измерения следует основывать на потоках экономической прибыли, и этот подход к оценке результатов компании является новым для российской практики эмпирических исследований в области корпоративного управления.

На базе подхода, отнесенного выше к четвертому типу, в 2007 г. нами было проведено пилотное исследование взаимосвязи корпоративного управления и эффективности исполнения стратегии, измеренной через показатель экономической прибыли, на выборке российских компаний за период с 2002 по 2005 г. (Ивашковская, Пономарева, Сеттлз, 2007; Ivashkovskaya, Settles, 2008). Выявлена прямая статистически значимая зависимость экономической прибыли от качества корпоративного управления: коэффициент при переменной качества корпоративного управления в регрессии со случайными эффектами, которая по результатам сопоставления со сквозной регрессией и регрессией с фиксированными эффектами оказалась наилучшей для оценивания исследованной выборки компаний, значим на 5%-м уровне и положителен.

В 2009 г. на более длинном периоде наблюдений (до 2007 г. включительно) разработанная базовая модель была применена к выборке из 26 крупных российских компаний (Ивашковская, 2009а). В качестве независимой переменной стратегической эффективности по выборке российских компаний выбрана простая форма показателя экономической прибыли (*residual income — RI*), не предполагающая внесения дополнительных поправок к данным финансовой отчетности компании. Применение экономической прибыли для измерения эффективности полностью отвечает требованиям финансовой модели анализа компании. Вторая причина состоит в том, что в отличие от рыночной капитализации и от *Q* Тобина как показателей для измерения эффективности деятельности экономическая прибыль не связана прямо с макроэкономическими и другими внешними для компании факторами. Наконец, анализ данного показателя возможен в принципе и для компаний закрытого типа.

Основная гипотеза исследования состоит в следующем: качество корпоративного управления влияет на стратегическую эффективность российских компаний, представленную в форме экономической прибыли.

Переменная качества корпоративного управления представлена в форме рейтинга *Standard & Poor's Transparency and Disclosure (S&P T&D)*. Выбор именно этого рейтинга был сделан по нескольким причинам. Во-первых, прозрачность информации и политика раскрытия данных о компании являются важными характеристиками эффективно действующих советов директоров. Особенно важным критерий информационной прозрачности является для компаний, действующих в странах с незрелыми рынками капитала, не имеющими развитой культуры раскрытия информации. Во-вторых, оценка прозрачности является важным компонентом рейтинга корпоративного управления *S&P (governance score)* и его новой версии *GAMMA (governance, accountability, management metrics, analysis)*, так же как и похожих рейтингов, разработанных для этой цели другими аналитическими институтами. В-третьих, компоненты рейтинга *S&P T&D* охватывают три блока информации о компании — финансовую и операционную информацию, структуру собственности и отношения с инвесторами, состав и процедуры функционирования советов директоров и органов управления, в которых два последних блока, характеризующих механизмы корпоративного управления, занимают существенное место. В области корпоративного управления данный рейтинг включает в себя такие элементы, как информация об акционерном капитале и структуре собственности компании, права акционеров, информация о руководстве и советах директоров, информация о вознаграждении менеджмента и советов директоров. В-четвертых, данный рейтинг рассчитывается агентством *Standard & Poor's* независимо от желания самой компании-объекта, благодаря чему достигается больший охват компаний: 52 компании по сравнению с 13, включенными в собственно рейтинг корпоративного управления *S&P* в период исследования. В настоящее время данным рейтингом *S&P T&D* охвачено 80 крупных компаний, составляющих 80% капитализации российского фондового рынка. Наконец, на выбор в пользу данного рейтинга для отражения качества корпоративного управления повлияло также то, что этот рейтинг активно применяется в исследованиях по российским компаниям, основанных на подходе, отнесенном нами к третьему типу (Black, Love, Rachinsky, 2006).

В исследовании были учтены дополнительные контрольные переменные, влияющие на независимую переменную — экономическую прибыль.

Во-первых, это размер капитала компании, который выражен логарифмом совокупных активов фирмы (*Size*). Необходимость его введения объясняется следующими аргументами. С одной стороны, с увеличением размера компании возрастают издержки ее корпоративного управления, усложняются процессы координации ее деятельности со стороны совета директоров. Отсутствие оптимальной координации со стороны совета директоров будет вести к снижению эффективности исполнения стратегий, для достижения которой существенны контроль и снижение рисков, повышение доходности капитала и создание устойчивого потока денежных средств. С другой стороны, относительно небольшим компаниям труднее получить доступ к рынкам капитала, поэтому для них важно стремиться улучшать качество корпоративного управления и повышать эффективность с целью привлечения инвесторов.

Во-вторых, требуется учет *делового риска (Risk)*, выражающегося в колебаниях прибыли от основной деятельности компании. Данный показатель рассчитывался как абсолютное отклонение годового значения прибыли до вычета процентов, амортизации и налогов (*EBITDA*) от ее среднего значения по компании за анализируемый период с 2002 по 2007 г.:

$$Risk = \frac{(EBITDA_{it} - \overline{EBITDA}_i)^2}{EBITDA_i} \quad (8.1)$$

Кроме того, введены переменные инвестиций (*Capex*), темпа роста выручки (*Growth*), отражающие специфику стратегических решений компании. Для отражения финансового риска введена переменная структуры капитала (*CS*), рассчитанная как соотношение долгосрочного заемного капитала к акционерному капиталу. Для отражения возможных ненаблюдаемых эффектов введены фиктивные переменные (*dummy\_ind*) для четырех секторов промышленности: добывающего, телекоммуникационного, транспорта и машиностроения, энергетики. В модель введена также фиктивная переменная наличия государства в составе собственников компании (*dummy\_gov*). Как показано в ряде работ, участие государства в собственности может являться положительным фактором в создании экономической прибыли за счет снижения затрат на заемный капитал из-за более высокого уровня доверия кредиторов к таким компаниям (Ahmad, Aliahmed, Ab Razak, 2008). Эта фиктивная переменная принимает значение 1, если в составе акционеров есть государство, и значение 0 — в противном случае. Базовая модель имеет следующий вид:

$$RI_{it} = \alpha + \beta_1 \times Rating_{it} + \beta_2 \times Size_{it} + \beta_3 \times Risk_{it} + \beta_4 \times Capex_{it} + \beta_5 \times Growth_{it} + \beta_6 \times CS_{it} + \epsilon_{it}. \quad (8.2)$$

где  $RI_{it}$  — экономическая прибыль  $i$ -й компании в год  $t$ ;  $Rating_{it}$  — рейтинг *S&D T&D*  $i$ -й компании в год  $t$ ;  $Risk_{it}$  — деловой риск  $i$ -й компании в год  $t$ ;  $Size_{it}$  — размер капитала  $i$ -й компании в год  $t$ ;  $Capex_{it}$  — инвестиции  $i$ -й компании в год  $t$ ;  $Growth_{it}$  — темп роста продаж  $i$ -й компании в год  $t$ ;  $CS_{it}$  — структура капитала  $i$ -й компании в год  $t$ ;  $\epsilon_{it}$  — случайная составляющая.

В анализе использовались данные по 26 крупным российским компаниям, представляющим девять отраслей экономики, за период с 2002 по 2007 г. (приложение 2 и 4). Остальные компании, имеющие рейтинг *S&P T&D*, не имеют необходимого ряда данных за весь указанный период. Расчеты экономической прибыли для исследуемой выборки российских компаний приведены в приложении 2. Средневзвешенные ставки затрат на капитал рассчитаны с использованием балансовых значений заемного и собственного капиталов для определения удельных весов (приложение 4). Затраты на заемный капитал ( $K_d$ ) рассчитаны на основе кредитного рейтинга, а для компаний, не имеющих формального кредитного рейтинга, использован метод синтетического кредитного рейтинга с учетом спреда доходности (формула (8.3)). В качестве безрисковой ставки ( $R_{f, US}$ ) использована годовая доходность по 30-летним американским государственным облигациям (*Treasury Bonds*). Страновая премия за риск инвестирования ( $CRP_{Rus}$ ) выражается спредом российских государственных евробондов в соответствии с их кредитным рейтингом по сравнению с безрисковой доходностью. Спред определяется по среднегодовому индексу *EMBI+Russia* (*Emerging Markets Bond Index, Russia*), рассчитываемому банком *JP Morgan* как средневзвешенное значение спреда суверенных еврооблигаций РФ по сравнению с соответствующими выпусками *US Treasuries*. Спред дефолта для компании ( $DSpread$ ) определяется на основе кредитного рейтинга, который присваивается рейтинговыми агентствами компании, либо на основе синтетического кредитного рейтинга: каждому рейтингу соответствует определенный спред дефолта:

$$K_d = R_{f, US} + CRP_{Rus} + DSpread. \quad (8.3)$$

Затраты на собственный капитал ( $K_e$ ) определены на основе гибридной модели ценообразования на долгосрочные активы компании (*HCAPM*) методом спреда доходности. В полученные значения затрат на собственный капитал внесены премии за размер компаний по данным *Ibbotson Associates*.

Данные описательной статистики переменных модели исследования суммированы в приложении 3. Как следует из приложения 3, среднее значение экономической прибыли ( $RI$ ) за весь период наблюдения положительно. Отрицательные значения средней экономической прибыли наблюдались в 2002 и 2003 гг. Очевидно, что разброс значений экономической прибыли высок. В табл. 2 приложения 3 суммированы значения рейтинга *S&P T&D*, состоящего из нескольких компонентов. Компонент «Структура собственности и права акционеров» предусматривает оценку раскрытия информации о количестве выпущенных акций и находящихся в обращении, информации о наиболее крупных акционерах и тех, кому принадлежат не менее 25, 50, 75% голосующих акций, об акциях в собственности менеджмента и членов совета директоров, о перекрестном владении акциями и о наличии у менеджмента осведомленности о том, что в компании существует пакет не менее 5% акций в руках одного акционера. В этот компонент также включены данные о правах акционеров, их отражении в кодексе корпоративного управления и иных документах, процедурах созыва собраний акционеров, вынесения на них вопросов для обсуждения, информации о протоколах собраний акционеров и детальном пресс-релизах о корпоративных событиях. Компонент «Состав совета директоров» ориентирован на информацию о занятости директоров и их профессиональном опыте, перечне комитетов совета, посещаемости заседаний совета и их периодичности, правилах и практике внутреннего аудита, топ-менеджерах, не входящих в состав совета. Значительная часть необходимой информации данного блока связана с раскрытием данных о вознаграждении членов совета директоров и его увязке с результатами компании, а также топ-менеджмента. Наконец, рейтинг предусматривает объемный блок вопросов раскрытия операционной и финансовой информации о компании. Как следует из приложения 3, значения рейтинга *S&P T&D* по данной выборке компаний практически соответствуют нормальному распределению. Однако разброс значений остается высоким.

Корреляционный анализ, необходимый для предварительного анализа характера взаимосвязей используемых переменных, дан в приложении 5. Между экономической прибылью и рейтингом *S&P T&D* существует низкая линейная взаимосвязь, умеренная степень связи — с независимыми переменными делового риска (*Risk*), размером капитала (логарифм совокупных активов (*Size*)) и инвестициями (*Capex*) и практически нулевая корреляция со структурой капитала (*CS*). Анализ частных коэффициентов корреляции независимой переменной рейтинга *S&P T&D* и контрольных переменных приводит к выводу о низкой степени взаимосвязи с контрольными

переменными. Частные коэффициенты корреляции экономической прибыли с рейтингом и контрольными переменными (за исключением структуры капитала, которая опосредованно влияет на величину экономической прибыли) позволяют не отвергнуть гипотезу о взаимосвязи между экономической прибылью и значениями рейтинга и контрольными переменными, введенными в модель.

Анализ проводился с использованием абсолютного значения зависимой переменной экономической прибыли ( $RI_{it}$ )<sup>1</sup>. Алгоритм исследования предусматривает, во-первых, использование регрессионного анализа панельных данных для контроля индивидуальной гетерогенности обследуемых компаний и, во-вторых, применение анализа вариаций (*ANOVA*) для выявления различий между группами наблюдений с наиболее высокими и наиболее низкими показателями зависимой переменной и рейтинга. В ходе регрессионного анализа были использованы сквозная регрессия и регрессии с фиксированными и случайными эффектами. Результаты оценивания базовой модели исследования (формула (8.2)) агрегированы в табл. 8.1 (Ивашковская, 2009а) и показаны в приложении 6 (табл. 1–3).

Как следует из табл. 8.1, во-первых, модель на основе сквозной регрессии обладает высоким качеством: об этом свидетельствует достаточно высокий скорректированный коэффициент детерминации ( $R^2_{adj} = 0,34$ ) и *F*-тест, показывающий значимость зависимости в целом ( $Prob > F = 0$ ). Однако в данной модели коэффициент при переменной рейтинга положителен, но незначим на 10%-м уровне. Коэффициенты при контрольных переменных делового риска и роста оказались незначимыми на 10%-м уровне. Структура капитала также оказалась незначима. Незначимость коэффициента при рейтинге *S&P T&D* может быть вызвана смещением оценок, что связано с пропуском существенных переменных и неучетом гетерогенности выборки. Во-вторых, в регрессии с фиксированными эффектами, позволяющей отследить влияние пропущенных и ненаблюдаемых эффектов, которые являются специфическими для компаний и не меняются с течением времени, коэффициент при рейтинге *S&P T&D* увеличился и стал значим на 5%-м уровне значимости. Однако коэффициенты при контрольных переменных — размера капитала, структуры капитала и роста — незначимы. Свидетельством ухудшения качества регрессии является доля дисперсии, приходящаяся на ненаблюдаемые эффекты ( $\rho = 0,35$ ), а также умеренная корреляция регрессоров с индивидуальными эффектами ( $corr(u_i, xb) = -0,42$ ).

<sup>1</sup> В эконометрическом приложении 6 переменная экономической прибыли обозначена как *eva\_intb*.

Таблица 8.1  
Результаты оценивания базовой модели исследования взаимосвязи рейтинга *S&P T&D* и экономической прибыли

Переменная	Сквозная регрессия		Регрессия с фиксированными эффектами		Регрессия со случайными эффектами	
	Коэффициент (стандартная ошибка)	P-value	Коэффициент (стандартная ошибка)	P-value	Коэффициент (стандартная ошибка)	P-value
Константа	1,6 (1,1)	0,13	1,4 (2,5)	0,57	1,5 (1,2)	0,22
Рейтинг <i>S&amp;P (Rating)</i>	0,11 (0,08)	0,20	0,31** (0,11)	0,02	0,18** (0,09)	0,05
Риск ( <i>Risk</i> )	0,14 (0,09)	0,12	0,25*** (0,09)	0,08	0,19** (0,09)	0,03
Размер капитала ( <i>Size</i> )	-0,34* (0,12)	0,01	-0,47 (0,36)	0,19	-0,38* (0,14)	0,01
Структура капитала ( <i>CS</i> )	0,03 (0,40)	0,93	-0,06 (0,72)	0,93	0,01 (0,49)	0,98
Инвестиции ( <i>Capex</i> )	0,63* (0,11)	0,00	0,66* (0,11)	0,00	0,66* (0,11)	0,00
Темп роста ( <i>Growth</i> )	0,40 (0,36)	0,27	0,46 (0,35)	0,15	0,46*** (0,35)	0,1
Скорректированный коэффициент детерминации ( $R^2_{adj}$ )	0,34					
<i>F</i> -тест	2,48*					
Статистика Вальда	79,88*					
Корреляция регрессоров с индивидуальными эффектами ( $corr(u_i, xb)$ )	-0,42					
Доля дисперсии, приходящаяся на ненаблюдаемые эффекты ( $\rho$ )	0,35					

Примечания: \* 1%-й уровень значимости; \*\* 5%-й уровень значимости; \*\*\* 10%-й уровень значимости. В скобках дана стандартная ошибка оценок коэффициентов регрессии.

В-третьих, в регрессии со случайными эффектами коэффициенты при всех контрольных переменных стали значимыми, за исключением коэффициента при переменной структуры капитала. Данная регрессия значима, что следует из статистики Вальда ( $Wald\ chi\ 2 = 79,88$ ). Учет случайных индивидуальных эффектов снизил значение коэффициента при рейтинге *S&P T&D*, который стал равным 0,18 и является значимым на 5%-м уровне. Несмотря на незначительную долю дисперсии случайных эффектов ( $\rho = 0,21$ ), модель регрессии со случайными индивидуальными эффектами отражает специфику данных. При этом коэффициенты при переменных модели характеризуются более низкими стандартными ошибками. Как показано в приложении 6 (табл. 13), при применении теста Бройша — Пагана, который нужен для выбора между сквозной регрессией и регрессией со случайными эффектами, следует сделать выбор в пользу регрессии *со случайными эффектами*. Гипотезу о том, что все случайные эффекты равны нулю, следует отвергнуть на 1%-м уровне значимости ( $Chi\ 2(1) = 8,99$ ;  $Prob > chi\ 2 = 0,0027$ ). Выбор между регрессией с фиксированными эффектами и сквозной регрессией на основе *F*-теста ( $F = 2,48$  значим на 1%-м уровне) приводит к выводу о необходимости выбора модели с фиксированными эффектами. Как следует из табл. 14 приложения 6, при выборе между регрессией с фиксированными эффектами и со случайными эффектами при помощи теста Хаусмана нет оснований отвергнуть гипотезу о некоррелированности случайного эффекта с регрессорами на 5%-м уровне значимости. Таким образом, регрессия *со случайными эффектами* лучшим образом описывает данные выборки.

Результаты корреляционного анализа и оценивание регрессий панельных данных показали, что структура капитала слабо связана с зависимой переменной экономической прибыли во всех трех видах регрессий. Поэтому дополнительно введена и оценена модель *при исключении контрольной переменной структуры капитала*. Полученные результаты по оцениванию модели без учета структуры капитала приведены в табл. 8.2.

Как видно из табл. 8.2, исключение структуры капитала из модели с фиксированными эффектами привело к *уменьшению* стандартных ошибок. Модель сквозного оценивания обладает высоким качеством, о чем свидетельствуют скорректированный коэффициент детерминации ( $R_{adj}^2 = 0,34$ ) и *F*-тест, показывающий значимость зависимости в целом ( $Prob > F = 0$ ). Как показано в приложении 6 (табл. 15), при сопоставлении оценок на основе сквозной регрессии и регрессии со случайными эффектами с помощью теста Бройша — Пагана следует сделать выбор в пользу регрессии *со случайными эффектами*. Гипотезу о том, что все случайные эффекты равны нулю, также (как при тестировании модели с переменной структуры капитала) следует отвергнуть на 1%-м уровне значимости.

Таблица 8.2

Результаты оценивания регрессий при исключении переменной структуры капитала

Переменная	Сквозная регрессия		Регрессия с фиксированными эффектами		Регрессия со случайными эффектами	
	Коэффициент (стандартная ошибка)	P-value	Коэффициент (стандартная ошибка)	P-value	Коэффициент (стандартная ошибка)	P-value
Константа	1,6 (1,0)	0,13	1,4 (2,5)	0,55	1,5 (1,2)	0,21
Рейтинг (Rating)	0,11 (0,08)	0,17	0,31** (0,11)	0,02	0,17** (0,09)	0,04
Деловой риск (Risk)	0,14 (0,09)	0,12	0,25* (0,09)	0,01	0,19** (0,09)	0,03
Размер (Size)	-0,34* (0,12)	0,00	-0,48 (0,35)	0,18	-0,38* (0,14)	0,01
Инвестиции (Capex)	0,63* (0,11)	0,00	0,74* (0,13)	0,00	0,65* (0,11)	0,00
Рост (Growth)	0,40 (0,36)	0,27	0,46 (0,35)	0,12	0,46 (0,34)	0,18
Скорректированный коэффициент детерминации ( $R_{adj}^2$ )	0,34					
F-тест	2,50*					
Статистика Вальда	80,39*					
Корреляция регрессоров с индивидуальными эффектами ( $corr(u_i, x_i)$ )	-0,42					
Доля дисперсии, приходящаяся на ненаблюдаемые эффекты ( $\rho$ )	0,19					

См. примечания к табл. 8.1.

Выбор между регрессией с фиксированными эффектами и моделью сквозного оценивания на основе  $F$ -теста ( $F = 2,50$  и значим на 1%-м уровне) приводит к выводу о необходимости выбора *регрессии с фиксированными эффектами*. При выборе наиболее адекватной модели между регрессией с фиксированными эффектами против регрессии со случайными эффектами с помощью теста Хаусмана, как следует из табл. 16 приложения 6, нет оснований отвергнуть гипотезу о некоррелированности случайного эффекта с регрессорами на 5%-м уровне значимости. И в случае исключения переменной структуры капитала *модель со случайными эффектами* лучшим образом описывает данные выборки по сравнению с регрессией с фиксированными эффектами.

Таким образом, на основе регрессионного анализа данных выборки российских компаний выявлена *прямая* связь между рейтингом *S&P T&D* — переменной качества корпоративного управления — и их экономической прибылью, являющейся показателем стратегической эффективности: с ростом рейтинга *S&P T&D* на 1 пункт величина экономической прибыли возрастает на 0,17 млн долл. (нормализованное значение). Корпоративное управление вносит *положительный вклад в создание подлинной стоимости* российских компаний, включенных в выборку. Еще одно наблюдение из проведенного анализа относится к компаниям крупного размера: чем крупнее капитал компании, тем меньше экономической прибыли она генерирует при повышении рейтинга корпоративного управления. Повышение операционного риска компании приводит к увеличению экономической прибыли на 0,19 млн долл. (нормализованное значение). Компаниям выборки удастся создавать прибыль выше, чем требуемая доходность инвестиций, которым свойствен растущий риск. Данный результат наблюдается во всех видах регрессий. Поэтому закономерен результат для переменной инвестиций: компании, осуществляющие крупные инвестиционные вложения, наращивают экономическую прибыль и поэтому обеспечивают прирост подлинной стоимости в годовом выражении.

Учитывая наличие ненаблюдаемых эффектов, оценено влияние фиктивных переменных — *отраслевого эффекта* и *наличия государства в составе собственников*. Так как ограниченное количество наблюдений не позволяет включить больше двух дамми-переменных в модель, построены, во-первых, четыре модели с включением одной дамми-переменной отраслевого эффекта (модели 1–4 в табл. 8.3.). Во-вторых, оценено влияние одной фиктивной переменной — наличия государственной собственности (модель 6 в табл. 8.3.) и, в-третьих, одновременное влияние фиктивной переменной эффекта добывающих отраслей и фиктивной переменной государственной собственности (модель 5). Таблица 8.3 показывает различия между значениями оценок коэффициентов при включении дамми-переменных отраслей и государственной собственности.

Результаты оценивания регрессии со случайными эффектами с введением отраслевых фиктивных переменных

Переменная	Модели со случайными эффектами					
	1	2	3	4	5	6
Рейтинг ( <i>Rating</i> )	0,14 ** (0,08)	0,22** (0,09)	0,18** (0,08)	0,28* (0,10)	0,21* (0,08)	0,19** (0,09)
Деловой риск ( <i>Risk</i> )	0,17** (0,09)	0,2** (0,09)	0,17** (0,09)	0,2** (0,09)	0,16** (0,09)	0,19** (0,09)
Размер капитала ( <i>Size</i> )	-0,31** (0,13)	-0,38* (0,14)	-0,53* (0,13)	-0,54* (0,16)	-0,65* (0,14)	-0,41* (0,14)
Рост ( <i>Growth</i> )	0,39 (0,35)	0,51*** (0,35)	0,37** (0,34)	0,56*** (0,35)	0,36 (0,35)	0,46 (0,35)
Инвестиции ( <i>Capex</i> )	0,62* (0,11)	0,68* (0,11)	0,57* (0,10)	0,65* (0,11)	0,63* (0,11)	0,68* (0,11)
Добывающий сектор			1,23* (0,38)		1,47* (0,40)	
Телекоммуникации				-0,82** (0,43)		
Транспорт и машиностроение		0,60 (0,47)				
Электроэнергетика	-0,85** (0,44)					
Государственная собственность					0,53*** (0,28)	0,26 (0,35)
Статистика Вальда	78,66	74,05	92,80	77,75	96,27	71,80
$\rho$	0,12	0,19	0,05	0,18	0,05	0,19

См. примечания к табл. 8.1.

Как следует из табл. 8.3, во всех моделях доля дисперсии, приходящаяся на ненаблюдаемые эффекты ( $\rho$ ), снизилась ( $\rho \geq 0,05$ ). Это означает, что часть ненаблюдаемых эффектов стала наблюдаема (по сравнению с моделями, не включающими фиктивные переменные отраслей) и часть необъясненной дисперсии теперь объясняется включенными в модель дамми-переменными. Коэффициент при рейтинге *S&P T&D* вырос по сравнению с результатом оценивания регрессии со случайными эффектами без учета отраслевых эффектов (кроме модели с фиктивной переменной отраслевого эффекта в электроэнергетике) и значим на 5%-м уровне (кроме телекоммуникационных компаний). В отличие от результатов оценивания ре-

грессии со случайными эффектами после выведения переменной структуры капитала (см. табл. 8.2) коэффициент при контрольной переменной роста стал значимым на 5%-м уровне для добывающих и телекоммуникационных компаний.

Отраслевые эффекты оказывают наиболее существенное положительное влияние на экономическую прибыль компаний выборки в добывающем секторе. Напротив, отраслевые процессы в электроэнергетике отрицательно влияют на величину экономической прибыли этих компаний. Однако, несмотря на негативное влияние отраслевых процессов на стратегическую эффективность этой группы компаний, коэффициент при переменной рейтинга *S&P T&D* положителен и значим на 5%-м уровне. Наиболее существенное влияние корпоративного управления на стратегическую эффективность и создание подлинной стоимости выявлено в компаниях телекоммуникационной отрасли. Такой потенциал наращивания экономической прибыли имеет особое значение для компаний этой отрасли: средняя экономическая прибыль в них ниже, чем в среднем по выборке. Единственная отраслевая группа компаний, для которых не удалось подтвердить статистически значимого влияния корпоративного управления на их экономическую прибыль, — это компании транспорта и машиностроения. Коэффициент при независимой переменной рейтинга *S&P T&D* здесь значим лишь на 10%-м уровне. Наконец, важно, что влияние наличия государственной собственности в изученной выборке компаний на создание их экономической прибыли оказалось незначимым и только в добывающем секторе фиктивная переменная государственной собственности значима на 10%-м уровне.

Дополнительно к панельному анализу применен *анализ вариаций (ANOVA)* для выявления различий между группами из 156 наблюдений с наиболее высокими и наиболее низкими показателями зависимой переменной экономической прибыли и рейтинга *S&P T&D*. Результаты данного анализа приведены в приложении 15. Все 156 наблюдений разделены на три группы: в «лучшую» и в «худшую» группы включены по 50 наблюдений. В соответствии с показателями *F*-теста нулевая гипотеза об отсутствии различий между группами отвергается. Как видно из табл. 2 приложения 7, различия между группами значимы как в случае использования полного рейтинга *S&P T&D*, так и в случае его отдельных компонентов: состава и структуры совета директоров, структуры собственности и прав акционеров. Различия между группами значимы и при группировке по критерию рейтинга, составленного в исследовании из двух компонентов, раскрывающих характеристики корпоративного управления (составной рейтинг). В случае группировки по критерию отдельного компонента рейтинга «Состав и структура совета директоров» различия между группами значимы на 6%-м уровне.

Предыдущие исследования показывают, что зависимости, изучаемые в области взаимосвязи корпоративного управления и эффективности компании, могут иметь эндогенную природу. Во-первых, улучшение качества корпоративного управления может стимулировать повышение эффективности наряду с тем, что увеличение эффективности компании может вести к повышению качества корпоративного управления и в результате — к повышению рейтинга. Во-вторых, возможная эндогенность возникает в результате наличия переменных, не учтенных в модели (пропущенных переменных). Недостаток экзогенных переменных приводит к двусторонней связи между исследуемыми факторами. Чтобы исключить подобные проблемы, осуществлена проверка на эндогенность связи с помощью построения и решения системы одновременных уравнений. Результаты проверки на эндогенность с помощью системы двух уравнений приведены в приложении 8. Первое уравнение выстраивает зависимость экономической прибыли от присвоенного рейтинга *S&P T&D*, второе уравнение отражает зависимость рейтинга от экономической прибыли. В заданной системе уравнений набором экзогенных переменных выступают операционный риск, инвестиции, логарифм темпа роста продаж, размер капитала компании. Как следует из приложения 8, при построении первого уравнения для зависимой переменной экономической прибыли получен значимый положительный коэффициент при рейтинге *S&P T&D*. Напротив, при построении второго уравнения для зависимой переменной рейтинга получен незначимый коэффициент при переменной экономической прибыли. Данный факт свидетельствует о том, что обратная связь влияния незначима. Решение второй части проблемы эндогенности, связанной с пропущенными переменными, в определенной мере реализовано включением в исследовательскую модель отраслевых эффектов. Как показано выше, включение фиктивных переменных отраслей объясняет не объясненную в первоначальной модели часть дисперсии и коэффициент при рейтинге *S&P T&D* вырос при введении отраслевых эффектов.

В целом проведенное исследование выборки 26 крупных российских компаний позволило выявить при 5%-м уровне значимости *прямую зависимость* стратегической эффективности исследованных компаний, выраженной показателем экономической прибыли, от качества корпоративного управления, выраженного рейтингом *S&P T&D*. Нет оснований отвергнуть гипотезу о существовании прямой связи между качеством корпоративного управления и стратегической эффективностью российских компаний, включенных в выборку. Полученная зависимость дает возможность сделать вывод о том, что улучшения в процессах работы советов директоров внесут дополнительный вклад в достижение эффективности реализации стратегий российских компаний.



Значимая зависимость экономической прибыли исследованной выборки крупных российских компаний установлена и от ряда *контрольных переменных*. Во-первых, выявлена прямая зависимость от переменной инвестиций. Чем больше компании осуществляют инвестиции в расширение своей деятельности, тем выше их экономическая прибыль. Экономическая прибыль в рассмотренной выборке компаний была в среднем положительной величиной, что означает, что инвестиции компаний создают достаточный доход, позволяющий окупать вложения. Во-вторых, прямая значимая зависимость экономической прибыли выявлена и от делового риска. Чем выше наблюдаемая изменчивость прибыли, тем более неопределенны будущие финансовые результаты компании. Это, в свою очередь, требует более надежного управления рисками в целях повышения эффективности деятельности компании.

В-третьих, выявлена статистически значимая обратная зависимость экономической прибыли компании от размера капитала компании: чем больше размер капитала компании (логарифм активов), тем ниже ее экономическая прибыль. Крупные компании, особенно компании добывающего сектора (газовой и нефтяной отраслей), находящиеся на стадии зрелости жизненного цикла, создают более низкую экономическую прибыль по сравнению с компаниями телекоммуникационного сектора.

Суммируя результаты, отметим, что построенная модель влияния деятельности советов директоров на стратегическую эффективность компаний обладает высоким потенциалом для применения в дальнейших эмпирических работах. Такой подход может быть применен к изучению роли советов директоров в компаниях разных организационно-правовых форм и на разных стадиях их жизненного цикла. Анализ публичных российских компаний в данной работе вызван привязкой к официальному рейтингу как мере выражения качества корпоративного управления. Однако оценка результатов исполнения корпоративных стратегий через призму показателя экономической прибыли также может быть совмещена и с исследовательскими рейтингами. Это позволит существенно расширить выборку компаний и сделать сравнительный анализ результатов, во-первых, по более широкому отраслевому спектру компаний, во-вторых, группируя компании по размерам. В то же время для развития предлагаемой модели исследования потребуются и совершенствование методики решения проблемы эндогенности за счет более сложных подходов, которые предполагают наличие более длинных временных рядов данных.

Наконец, использованная модель позволит сравнить силу влияния советов директоров на стратегическую эффективность российских компаний относительно компаний других крупных стран с развивающимися, недостаточно отстроенными рынками капитала.

## **Глава 9. МОДЕЛЬ ВЛИЯНИЯ СТРУКТУРЫ СОБСТВЕННОСТИ И СИСТЕМЫ ВОЗНАГРАЖДЕНИЯ НА ИНВЕСТИЦИОННУЮ АКТИВНОСТЬ КОМПАНИИ**

---

### **9.1. ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМЫ**

Инвестиционная деятельность является одним из ключевых факторов экономического и инновационного развития любой компании. Посредством эффективного вложения капитала реализуются возможности потенциального роста и приумножения инвестированных средств. Так, например, обновление имеющейся материально-технической базы способствует повышению результативности производства, а успешное освоение новых видов деятельности может привести к завоеванию устойчивых позиций на рынке и увеличению стоимости компании и, как следствие, благосостояния ее собственников.

Увеличение объемов инвестиций и наиболее эффективного их использования в приоритетных сферах представляет собой необходимое условие для развития экономики страны в целом. Пристальное внимание к данной проблеме вызвано негативными тенденциями в национальной инвестиционной сфере, о чем свидетельствуют статистические данные. По результатам опросов, ежегодно проводимых ИНП РАН среди руководителей более 150 российских компаний, выявлено, что только 9,3% респондентов считают уровень инвестиционной активности их компании достаточным для осуществления полноценной модернизации (Д. Кувалин, А. Моисеев, 2006). Более того, около 80% опрошенных в 2008 г. руководителей выделяют среди основных препятствий для развития своих компаний в долгосрочной перспективе высокую степень износа основных фондов и необходимость внедрения новых технологий (Д. Кувалин, А. Моисеев, 2006). Эти результаты также подтверждаются данными Росстата, согласно которым с 1991 по 2007 г. степень износа основных фондов промышленных предприятий увеличилась с 41 до 53% (сайт Федеральной службы государственной статистики [www.gks.ru](http://www.gks.ru)).

На современном этапе существенное увеличение объема инвестиций в реальный сектор для модернизации экономики является одной из приоритетных задач. Таким образом, становится очевидной актуальность исследования и разработки системы мер в рамках финансовой архитектуры компании, направленных на повышение инвестиционной активности российских компаний. Среди этих мер рассматриваются структура собственности, система вознаграждения