

## **Корпоративное управление в российских компаниях: финансовые факторы смены руководителей <sup>1</sup>**

**Алена Пентюк** – магистр экономики

[pentyukalena@gmail.com](mailto:pentyukalena@gmail.com)

**Сергей Солнцев** – кандидат экономических наук, старший научный сотрудник лаборатории исследований рынка труда

[ssolntsev@hse.ru](mailto:ssolntsev@hse.ru)

Национальный исследовательский университет Высшая школа экономики.  
101000, г. Москва, ул. Мясницкая, д. 20

**Аннотация.** В работе рассматривается эффективность корпоративного управления в ведущих российских компаниях. На основе эмпирических данных оценивается, насколько плохие финансовые результаты компании повышают вероятность смены руководителя компании. Для оценки эффективности корпоративного управления в статье была проведена эмпирическая оценка факторов смены генерального директора компании, зависящих от изменения финансовых показателей фирмы за предыдущий период. В качестве рекомендаций компаниям предложено не только соблюдать формально западные требования по корпоративному управлению и отчетности, а использовать корпоративное управление как инструмент для повышения внутренней эффективности

**Ключевые слова:** корпоративное управление, руководитель компании, смена руководителя, финансовые показатели

---

<sup>1</sup> Исследование выполнено в рамках проекта Лаборатории исследований рынка труда НИУ ВШЭ «Рынок труда и факторы роста производительности российских предприятий», поддержанного Центром фундаментальных исследований НИУ ВШЭ. Авторы выражают благодарность Ольге Лазаревой и Александру Муравьеву за полезные рекомендации по исследованию.

## **Corporate governance in Russia's companies: financial factors of CEO replacement**

**Pentyuk Alena, Solntsev Sergey**

**Abstract.** The article examines an efficiency of corporate governance in the leading Russia's companies. The impact of companies' poor financial results on CEO replacement is estimated using original empirical data. . To evaluate the effectiveness of corporate governance in the article was conducted an empirical evaluation of the factors changing the company's CEO, according to changes in the financial performance of the company in the previous period. The recommendation for Russia's companies is not only follow formal requirements of western corporate governance and accountability, but also use corporate governance as a mechanism to improve internal efficiency.

**Keywords:** corporate governance, chief executive officer, manager's replacement, financial indicators.

- Наибольшее влияние на принятие решения о смене руководителя компании оказывают показатели рентабельности активов (ROA).
- В кризисные годы происходит более активная смена руководителей компаний на антикризисных менеджеров.
- Снижение рыночной капитализации компании не оказывает значимого влияние на смену руководителя компании.

Интерес к улучшению корпоративного управления собственники российских компаний стали проявлять после кризиса 1998 года, когда необходимость в привлечении крупных инвестиций стимулировала переход от кредитования в российских банках к заимствованиям на международном рынке капитала, в том числе за счет размещения акций на зарубежных биржах [5].

В корпоративное управление включают раскрытие информации, корпоративную социальную ответственность, обеспечение прав акционеров и деятельность органов управления и контроля. Одной из самых важных составляющих корпоративного управления – создание стимулов для результативной работы управляющего органа. Качественное корпоративное управление должно приводить к смене руководителей, чьи компании показывают плохие результаты. Поэтому для оценки эффективности корпоративного управления нами была проведена эмпирическая оценка факторов смены генерального директора компании, зависящих от изменения финансовых показателей фирмы за предыдущий период.

Тематика эффективного корпоративного управления давно исследуется зарубежными авторами, поскольку в западных и некоторых азиатских странах необходимость в качественном корпоративном управлении начала возникать намного раньше, чем в России. Так на данных германских предприятий получено, что смена главного руководителя компании происходит после спада доходности акций или же после того, как компания стала убыточной [8]. Аналогичное исследование для американских и японских фирм показало, что для японских фирм на смену руководителя больше влияет показатели прибыльности фирмы, а для американских – цена на акции компании [9].

Учет структуры собственности предприятия важен для оценки влияния различных владельцев на смену руководства. В компаниях с большим числом внешних инвесторов причиной увольнения может стать неэффективность руководителя, которая отражается на финансовых показателях компании [7].

Если руководитель имеет контролирующий пакет акций предприятия или состоит в совете директоров, то вероятность его увольнения меньше [10].

Одной из первых работ по российским компаниям является исследование М.Гольцман причин смены руководителей на данных 217 российских промышленных компаний [1]. В работе фиксируется наличие прямой зависимости между прибыльностью компании и интенсивностью смены руководителей, т.е. топ-менеджеры, обеспечивающие большую доходность компании, имеют более высокую вероятность быть уволенными.

Исследование на данных фонда «Бюро экономического анализа» о 419 средних и крупных предприятий России показало, что после принудительного увольнения прежнего директора внешнего руководителя назначают реже, чем после ухода прежнего директора по собственному желанию, при этом структура собственности компании значительно влияет на вероятность смены топ-менеджера, а также смена более вероятна в компаниях, где значительной долей акций обладают внешние акционеры[4]..

Влияние характеристик собственности и результатов экономической деятельности на оборот и «происхождение» директорского корпуса было проанализировано на данных «Российского экономического барометра» за 1997–2003 гг. [2]. Вероятность смены директоров зависит от структуры собственности компании: если преобладает доля инсайдеров, то вероятность смены меньше. На предприятиях с низкими показателями эффективности вероятность смены генерального директора и председателя совета директоров выше, чем на предприятиях с хорошими показателями эффективности. Основной вывод исследования состоит в том, что, несмотря на многочисленные встроенные дефекты, российская система корпоративного управления работает в «правильном направлении», способствуя отбору более компетентных руководителей и повышению эффективности их труда.

Исследование смены руководителей российских компаний в период кризиса 2008 года показало, что в кризисный период снизился спрос на

руководителей с большим человеческим капиталом в пользу роста спроса на директоров с необходимым специфическим опытом [6].

В настоящем исследовании были использованы данные по российским компаниям, которые котируются на международных биржах: британской London Stock Exchange (LSE), американских NASDAQ и NYSE, и немецкой Frankfurt Stock Exchange (FRA). В отличие от других работ, проведенных по данной теме по России, для анализа были выбраны именно западные биржи, а не российские. Для листинга на международных биржах компаниям предъявляют более жесткие требования, в том числе относительно качества корпоративного управления. Поэтому можно предположить, что в таких компаниях механизмы корпоративного управления будут действовать эффективно.

Большая часть информация, использовавшаяся для данного исследования, была собрана авторами самостоятельно из баз Thomson Reuters Eikon, СПАРК и с сайтов компаний. Выборка состоит из 373 наблюдений за период 2003 – 2013 гг. Наибольшую долю в общем количестве наблюдений имеет промышленность – 35%, затем сектор ТЭК – 25% и ТМТ (Телеком, Медиа, Технологии) – 18%, меньше всего наблюдений их финансового сектора – всего 5%. Такое распределение объясняется тем, что на биржу выходят очень крупные компании, а особенность российской экономики такова, что такие компании в основном из ресурсных отраслей.

Для оценки деятельности компании и ее руководства можно использовать различные показатели. Существующие исследования показывают, что для стран с переходной экономикой лучше не брать показатели, которые могут быть искажены вследствие несовершенств стандартов учета и неразвитостью фондового рынка. В основном это данные, рассчитанные с помощью величины активов и собственного капитала предприятия. Таким образом, в каких-то случаях лучше не использовать доходность акций, как показатель эффективности компании, так как фондовый рынок недостаточно развит в некоторых странах. Для случая с

российскими компаниями, которые торгуются на зарубежных биржах, мы предполагаем, что динамика доходности акций отражает изменения в эффективности компании. Поскольку предприятия в выборке котируются на бирже, то для анализа становятся доступны показатели, связанные с динамикой цен акций на основе которых можно оценить различные влияния действий компании на реакцию рынка. Модели корпоративного управления, направленные на увеличение стоимости компании рассматриваются в статье Козловой [3].

Для характеристики эффективности компаний были использованы следующие показатели:

- Изменение доходности акций
- Изменение рентабельности активов
- Изменение рентабельности по EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes and Depreciation) - прибыли до вычета расходов по процентам, уплаты налогов и амортизационных отчислений
- Изменение выручки.

В качестве биржевого показателя, отражающего эффективность деятельности организации, были взяты среднегодовые цены акций на конец торгов. При смене руководителя в год  $t$ , в работе анализировались изменения показателей предыдущего года  $(t-1)$ . Чтобы можно было сравнивать эффективность компаний между собой более корректно, было произведено нормирование изменения исследуемых показателей на аналогичный показатель по всему рынку российских торгуемых за рубежом компаний. Таким образом, изменение цен акций в регрессии определялся как показатель, рассчитанный по следующей формуле:

$$\Delta P = \frac{P_i(t) - P_i(t-1)}{P_i(t-1)} / \frac{P_n(t) - P_n(t-1)}{P_n(t-1)}, \quad (1)$$

где  $P_i(t)$  – средняя цена акций компании  $i$  в период  $t$ ;

$P_n(t)$  – средняя цена акций всех компаний в выборке в период  $t$ .

Коэффициент рентабельности активов показывает на сколько эффективно руководство компании распоряжается активами компании, а именно – сколько чистой прибыли получает организация с каждого рубля вложенного в активы. Все рассматриваемые компании являются лидерами в своей отрасли и для руководства важно сохранять этот показатель высоким. Рентабельность активов (ROA) рассчитывается как отношение годовой чистой прибыли к общим активам предприятия.

Коэффициент рентабельности по EBITDA отражает прибыльность продаж компании без учета затрат на проценты по кредитам, выплату налога на прибыль и амортизацию. Использование коэффициента рентабельности по EBITDA позволяет исключить влияние эффекта структуры капитала.

В качестве финансового показателя результативности предприятия также использовалось изменение логарифма выручки. Этот показатель является одним из основных, на который обращают внимание в финансовой отчетности. В табл. 1 представлены описательные статистики финансовых показателей и их изменений относительно предыдущего года.

*Таблица 1. Описательные статистики финансовых показателей и их изменений (рассчитано авторами)*

| Показатели                         | N   | Среднее | Медиана | Среднее отклонение | Минимум  | Максимум |
|------------------------------------|-----|---------|---------|--------------------|----------|----------|
| ROA, %                             | 357 | 13.53   | 12.1    | 10.25              | 0.1      | 65       |
| EBITDA, %                          | 347 | 27.83   | 23.2    | 17.98              | 0.6      | 142.4    |
| Цена акции, долл.                  | 362 | 33.68   | 14.09   | 93.57              | 0,4      | 1003.76  |
| Логарифм выручки, долл.            | 328 | 8.56    | 8.75    | 2.2                | 3.22     | 17.21    |
| Изменение ROA, %                   | 302 | -6.04   | 0.04    | 91.11              | -684.63  | 572.57   |
| Изменение EBITDA, %                | 296 | -3.04   | 0.03    | 92.59              | -1340.77 | 508.1    |
| Изменение цен акций, долл.         | 305 | -0.14   | 0.61    | 5.74               | -41.09   | 7.85     |
| Изменение логарифма выручки, долл. | 277 | 0.027   | 0.02    | 0.12               | -0.54    | 1.13     |

Для эмпирического анализа влияния изменения финансовых показателей на смену руководителя компании была использована пробит-

регрессия, которая описывает эту зависимость можно описать следующим образом:

$$Prob(\text{turnover}) = \alpha X_{it-1} + \beta Y_i + \varepsilon \quad (2),$$

где  $X_{it-1}$  – финансовые показатели компании  $i$  в период  $t-1$ ,

$Y_i$  – вектор нефинансовых характеристик руководителя и компании  $i$ .

Зависимая переменная – смена директора равна 1, если смена произошла и 0, если смены в данный период не произошло. Относительно знака объясняющих переменных, входящих в состав  $X_{it-1}$ , можно сделать следующие предположения:

- Коэффициент при изменении доходности акций должен иметь отрицательный знак, так как решение об увольнении принимают акционеры компании, которые заинтересованы в первую очередь в данном показателе.
- Коэффициент при изменении рентабельности активов должен иметь также отрицательную зависимость к смене генерального директора, так как эффективное управление активами компании является одной из важных функций руководителя предприятия.
- Коэффициент при изменении рентабельности по EBITDA аналогично предыдущим финансовым показателям должен входить в зависимость с отрицательным знаком. В данном случае, это объясняется тем, что собственникам важен финансовый результат компании, а данный показатель отражает финансовый результат компании, исключая влияние эффекта структуры капитала.

Анализ распределения смен при изменениях финансовых показателей показывает, что существуют смены и при положительных изменениях финансовых показателей (табл. 2). Это может происходить из-за того, что руководителя могли переманить в другую компанию на более высокую должность или заработную плату, то есть директор может уйти по собственному желанию. Кроме того, руководитель мог достигнуть пенсионного возраста и выйти из состава рабочей силы (однако в выборке



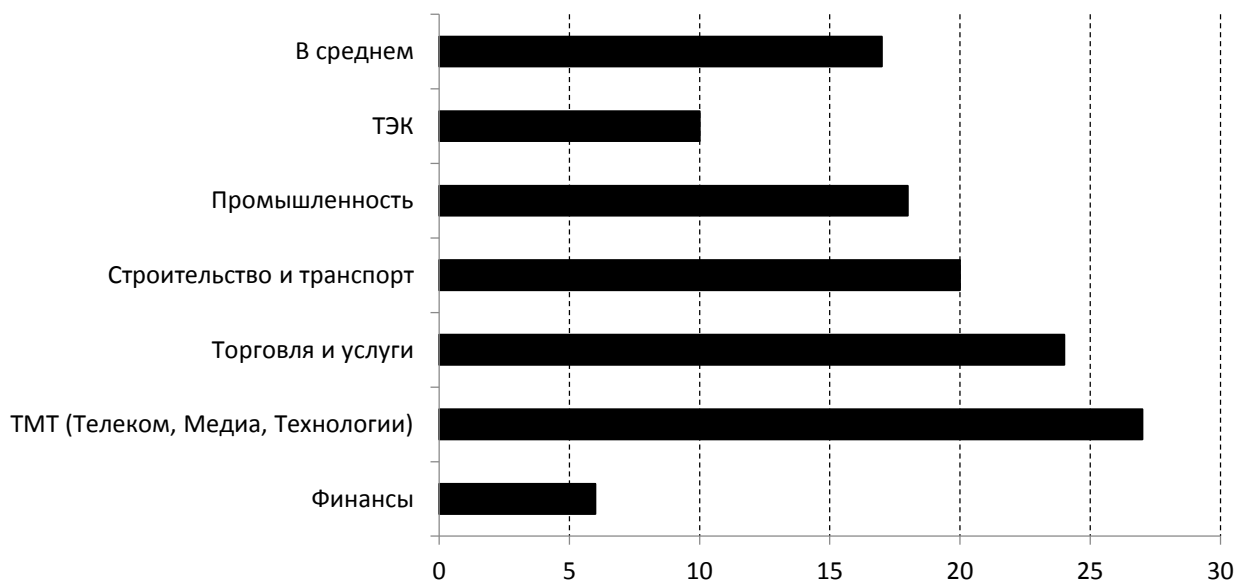
существует только один индивид, который в предпенсионном возрасте покинули свой пост). Из табл. 2 видно, что смены происходили при изменении доходности акций в одинаковой степени, как при повышении, так и при понижении; при изменении ROA, генеральные директора чаще менялись при повышении этого показателя, а при изменении рентабельности по EBITDA и логарифма выручки – при понижении. Тем не менее, большинство смен произошло при понижении результативности компаний, что говорит о том, что акционеры компаний все-таки реагируют на плохую работу руководителя и для них важно, чтобы выручка и рентабельность по EBITDA не снижались.

*Таблица 2. Смена руководителя в зависимости от изменения финансовых показателей (рассчитано авторами)*

| <b>Изменение показателей</b>                    | <b>Смена</b> | <b>Всего наблюдений</b> | <b>% смен</b> |
|-------------------------------------------------|--------------|-------------------------|---------------|
| <b>Цены акций</b>                               |              |                         |               |
| повышение                                       | 40           | 218                     | 18,3%         |
| понижение                                       | 17           | 87                      | 19,5%         |
| <b>Рентабельность активов (ROA)</b>             |              |                         |               |
| повышение                                       | 35           | 151                     | 23,2%         |
| понижение                                       | 24           | 151                     | 15,9%         |
| <b>Рентабельность по EBITDA (EBITDA margin)</b> |              |                         |               |
| повышение                                       | 24           | 149                     | 16,1%         |
| понижение                                       | 35           | 147                     | 23,8%         |
| <b>Логарифм выручки</b>                         |              |                         |               |
| повышение                                       | 36           | 200                     | 18,0%         |
| понижение                                       | 18           | 77                      | 23,4%         |

Чаще всего увольнения происходили в кризисные года – 2008 и 2009, а также в 2013 году. В среднем доля смен во всех наблюдениях за год составляет 16%. Такую частую смену генеральных директоров можно объяснить тем, что в период кризиса компании стараются выйти из него с наименьшими потерями, поэтому стремятся поставить во главе руководителей, которые могут успешно справиться с этой задачей.

Наибольшую долю в количестве смен относительно числа наблюдений имеет сектор ТМТ (телеком, медиа, технологии) – 27%, затем торговля и услуги – 24% и строительство и транспорт – 20%, меньше всего смен происходило в финансовом секторе – всего 6% (рис. 1).



*Рис. 1. Распределение смен руководителей по секторам экономики, в % от числа наблюдений в данном секторе (рисунок авторов)*

Резюмируя, можно отметить, что смены чаще всего происходили в кризисные года и в таких секторах экономики, как ТМТ, торговля и услуги, строительство и транспорт. Причем, большая часть директоров была уволена в первые 2 года работы на должности руководителя компании.

В рамках эконометрического анализа влияния на смену руководителя финансовых показателей, характеристик компании и характеристик самого руководителя, было построено четыре спецификации пробит-моделей и две спецификации моделей с фиксированными эффектами (табл. 3).

Спецификация 1 - это базовая пробит-модель с четырьмя регрессорами<sup>2</sup>:

- изменение доходности акций
- изменение рентабельности активов

<sup>2</sup> Все показатели были нормированы на среднерыночные уровни.

- изменение рентабельности по EBITDA
- изменение логарифма выручки

Результаты в данной спецификации показывают, что значимым получился только коэффициент при рентабельности активов: вероятность смены генерального директора крупной российской компании, котирующейся на западной бирже, увеличивается на 0,06% при изменении ROA на единицу.

Спецификация 2 – расширенная по сравнению со спецификацией 1 пробит-модель, куда в качестве объясняющих переменных были добавлены:

- наличие контролирующего акционера – государства;
- стажа работы руководителя компании;
- сектор экономики;
- возраст руководителя компании;
- год наблюдения.

*Таблица 3. Коэффициенты регрессий факторов смены руководителей компаний (рассчитано авторами)*

| Смена руководителя                | Спецификация         |                      |                      |                       |
|-----------------------------------|----------------------|----------------------|----------------------|-----------------------|
|                                   | 1                    | 2                    | 3                    | 4                     |
|                                   | Пробит               | Расширенная пробит   | Панельная            | Расширенная панельная |
| Δ Цены акций                      | -0,004<br>(0,004)    | -0,009<br>(0,007)    | -0,004<br>(0,004)    | -0,010*<br>(0,005)    |
| Δ ROA                             | 0,0006**<br>(0,0003) | 0,0008**<br>(0,0004) | 0,0005*<br>(0,0003)  | 0,0006**<br>(0,0003)  |
| Δ EBITDA                          | -0,0006<br>(0,0005)  | -0,0009<br>(0,0006)  | -0,0005*<br>(0,0003) | -0,0004<br>(0,0003)   |
| Δ ln (Выручка)                    | -0,298<br>(0,282)    | -2,174***<br>(0,805) | -0,2536<br>(0,273)   | -1,012***<br>(0,352)  |
| Госуд. (1) / частная (0) компания |                      | 0,112<br>(0,076)     |                      |                       |
| Сектор экономики                  | -                    | +                    |                      |                       |
| Стаж руководителя                 | -                    | +                    | -                    | +                     |
| Возраст руководителя              | -                    | +                    | -                    | +                     |
| Год                               | -                    | +                    | -                    | +                     |
| Количество наблюдений             | 255                  | 159                  | 255                  | 250                   |
| Псевдо R <sup>2</sup>             | 0,0449               | 0,2884               | 0,0439               | 0,2505                |

Примечание: уровень значимости: \*\*\* - 1%, \*\* - 5 %, \* - 10%. В скобках – стандартные ошибки.

Из приведенных данных можно сделать вывод, что на вероятность смены генерального директора влияют изменения в рентабельности активов, причем при её увеличении, вероятность смены руководителя выше. Кроме того, при вводе контрольных переменных, значимым оказался логарифм выручки. Этот результат показывает на то, что при увольнении директора важно изменение логарифма выручки, то есть чем больше компания генерирует дохода, тем вероятность смены руководителя меньше.

Чаще руководитель менялся в кризисные года. Мы можем предположить, что это происходило из-за того, что компаниям нужны были антикризисные управленцы, которые смогут исправить положение компании. При этом значимым оказался стаж директора.

Для проверки устойчивости полученных результатов были посчитаны панельные регрессии с фиксированными эффектами в двух спецификациях.

Спецификация 3 –панельная регрессия с фиксированными эффектами (аналогично спецификации 1). Показатель изменения рентабельности активов значим с тем же знаком и в этой модели, что говорит об устойчивости полученных результатов. Помимо ROA, значимым стал показатель рентабельности по EBITDA.

Спецификация 4 – расширенная панельная регрессия с фиксированными эффектами (аналогично спецификации 2). При использовании контрольных переменных, мы получили значимым коэффициент при ROA, размер компании, измеряемый логарифмом выручки и изменение в доходности акций с отрицательным знаком. То есть, при увеличении доходности акций, вероятность увольнения генерального директора меньше. Стаж директора также важен, при принятии решения об увольнении.

Резюмируя полученные результаты, можно сказать, что орган принимающий решение о смене того или иного руководителя компании,

руководствуются показателем изменения рентабельности активов в первую очередь. Чем он больше изменяется, тем выше вероятность увольнения. Очевидно, что акционерам важно иметь высокую рентабельность, но полученный знак достаточно сложно интерпретировать, так как он не совпадает с ожидаемым.

Расширенные спецификации моделей показали, что при увольнении важен также показатель изменения выручки. То есть, если рост был небольшой, то вероятность увольнения больше. Это вполне объяснимо и логично сходится с интересами акционеров предприятия.

Для компаний, у которых большая доля акций принадлежит государству, имеют немного другие подходы к решению об увольнении руководителя, что ранее было отмечено в работе Муравьева [4]. Собрание акционеров следит более детально за тем, как изменяется доходность акций компании. Такая модель принятия решений похожа на американские компании, у которых акционеры очень чувствительны к изменениям доходностей акций и в случае их понижения вероятность смены директора такой компании очень высока, что доказывает в своей работе Каплан [9].

Влияние рентабельности активов на смену говорит о том, что лица, принимающие решения об увольнении руководствуются интересами компании и заботятся об её эффективности, а это приводит к улучшению функционирования механизмов корпоративного управления. Были получены более высокие показатели сменяемости руководителей в кризис. Это подтверждает полученный в предыдущих исследованиях вывод, что компании в эти годы были более склонны сменить менеджера на эффективного антикризисного управленца.

В качестве рекомендаций компаниям можно предложить не столько соблюдать формально западные требования по корпоративному управлению и отчетности, а использовать корпоративное управление как инструмент для повышения внутренней эффективности. Тогда фирма сможет действительно

улучшить свои финансовые показатели, тем самым привлекая новых инвесторов и стать еще более успешной на рынке.

## Список литературы

1. Гольцман М.М. Эмпирический анализ смены менеджеров в российских фирмах / Препринт # BSP/00/035. – М.: РЭШ, 2000.
2. Капелюшников Р.И., Демина Н.В. Обновление высшего менеджмента российских промышленных предприятий: свидетельства «Российского экономического барометра» // Российский журнал менеджмента, Т. 3, № 3, 2005.
3. Козлова Наталия. Управление стоимостью компании с учетом ожиданий на российском рынке капитала // Проблемы теории и практики управления, №9, 2013.
4. Муравьев А.А. 2001. Сменяемость высших руководителей в российских компаниях // Обзор экономики России, №1, 2001.
5. Паппэ Я.Ш. Фундаментальные сдвиги в российском крупном бизнесе в 2000-е годы и прогресс в корпоративном управлении // Журнал Новой экономической ассоциации, №1, 2012.
6. Солнцев С. А. Изменения на российском рынке труда топ-менеджеров в период кризиса: свидетельства эмпирического исследования // Российский журнал менеджмента. 2013. Т. 11. № 1.
7. Denis D., Serrano J. Active Investors and Management Turnover Following Unsuccessful Control Contests // Journal of Financial Economics, Vol. 40, No. 2, 1996
8. Kaplan S. 1994. Top Executives, Turnover, and Firm Performance in Germany // Journal of Law, Economics, & Organization, Vol. 10, No. 1, 1994.
9. Kaplan S. Top Executive Rewards and Firm Performance: A Comparison of Japan and the U.S. // Journal of Political Economy, Vol. 102, No. 3, 1994.

10. Kato T., Long C. CEO turnover, firm performance, and enterprise reform in China: Evidence from micro data // *Journal of Comparative Economics*, Vol. 34, No. 4, 2006.

## References

1. M. Goltzman An Empirical Analysis of the change of managers in Russian companies / Paper # BSP / 00/035. - M.: NES 2000.
2. Kapelyushnikov R., Demin N. Updating the senior management of Russian industrial enterprises: evidence of "Russian Economic Barometer" // *Russian Management Journal*, Volume 3, number 3, 2005.
3. N. Kozlova. Cost management company, taking into account the expectations of the Russian capital market // *Problems of management theory and practice*, №9, 2013.
4. A. Muraviev. 2001. Replacement of senior managers in Russian companies // *Russian Economic Trends*, №1, 2001.
5. Pappé Y. Fundamental changes in the Russian big business in the 2000s and progress in corporate governance // *Journal of the New Economic Association*, №1, 2012.
6. Solntsev S Changes in the Russian labor market of top managers during the crisis: evidence of empirical research // *Russian Management Journal*. 2013. T. 11. № 1.
7. Denis D., Serrano J. Active Investors and Management Turnover Following Unsuccessful Control Contests // *Journal of Financial Economics*, Vol. 40, No. 2, 1996
8. Kaplan S. 1994. Top Executives, Turnover, and Firm Performance in Germany // *Journal of Law, Economics, & Organization*, Vol. 10, No. 1, 1994.
9. Kaplan S. Top Executive Rewards and Firm Performance: A Comparison of Japan and the U.S. // *Journal of Political Economy*, Vol. 102, No. 3, 1994.

10. Kato T., Long C. CEO turnover, firm performance, and enterprise reform in China: Evidence from micro data // Journal of Comparative Economics, Vol. 34, No. 4, 2006.