

Институт экономики РАН  
Российский институт директоров

**ВЛИЯНИЕ ИНСТИТУТА КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ  
НА РЕЗУЛЬТАТЫ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ  
КОМПАНИЙ**

Экспертный Совет Института экономики РАН  
Москва  
25 февраля 2021г.

# «ИНСТИТУТ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЕ И ЕГО ВЛИЯНИЕ НА ЭКОНОМИЧЕСКИЙ РОСТ»

---

*Авторский коллектив*

Научные руководители:

Смотрицкая И. И. (ИЭ РАН), Никитчанова Е.В. (РИД),  
Беликов И.В. (РИД), Рубинштейн А.Я. (ИЭ РАН)

Российский институт директоров: Вербицкий В. К., Лихачева Н. Г.,  
Ахмед И. И., Бекшоков А. А.

Институт экономики РАН: Козлова С. В., Яковлев А. Ю.,  
Братченко С. А., Фролова Н. Д., Бураков Н. А., Конищева Т. И.,  
Нефедова Н. П., Славинская О. А.

## ЦЕЛЬ ИССЛЕДОВАНИЯ

Институциональный анализ и оценка влияния отдельных элементов института корпоративного управления на результаты экономической деятельности компаний, обуславливающие экономический рост на микро и макро уровне.

# ОСНОВНЫЕ ЗАДАЧИ

- 1) Исследование на основе *уникальной Базы данных РИД* института корпоративного управления, выделение его основных элементов и агрегированных факторов.
- 2) Определение показателей деятельности компаний; оценка влияния факторов на результаты экономической деятельности, соответствующие потенциалы роста на микро и макроуровне.
- 3) Построение статистической модели института корпоративного управления с использованием категории «нематериальные активы».
- 4) Анализ результатов моделирования трансплантированного в российскую экономику института корпоративного управления; выявление возможных институциональных конфликтов и дисфункций этого рыночного института.

## НОВЫЕ ИДЕИ И НОВЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ

- Разработка методологии анализа института корпоративного управления как «нематериального актива» компаний, вносящего свой вклад в экономический рост
- Создание методики построения агрегатных характеристик (композитных факторов) института корпоративного управления и показателей экономического роста компаний
- Построение эконометрической модели института корпоративного управления, позволяющей оценивать влияние выделенных композитных факторов корпоративного управления на показатели деятельности компаний
- Теоретическая интерпретация полученных оценок в отношении возможного конфликта трансплантированного института с существующей институционально средой, возникновение дисфункций института корпоративного

# ЭВОЛЮЦИЯ ПРОИЗВОДСТВЕННОЙ ФУНКЦИИ

- Модель экзогенного роста. Источниками экономического роста в модели Солоу [Solow, 1956, 1957] являются накопление капитала (**K**), рост населения (**L**) и технологический прогресс (**A**)

$$Y = K^\alpha (AL)^{1-\alpha}$$

- Модель эндогенного роста. В более поздних моделях [Romer, 1986; Lucas, 1988] научно-технический прогресс рассматриваются уже в качестве эндогенной переменной. Модель Мэнкью-Ромера-Вейла [Mankiw et al., 1990], в которой используется условие «симметричности капитала», предполагающее, что свойства человеческого капитала аналогичны свойствам капитала физического:

$$W = K^\alpha H^\beta (AL)^{1-\alpha-\beta}$$

**W** - выпуск; **K** - физический капитал; **H** - человеческий; **L** - труд; **A** – «остатком Солоу», определяет уровень **совокупной факторной производительности** и отражает вклад в выпуск **W** всех остальных факторов (кроме труда и капитала), не учитываемых в качестве аргументов производственной функции;  $\alpha > 0$  и  $\beta > 0$ ,  $\alpha + \beta < 1$

# ЭКОНОМЕТРИЧЕСКАЯ МОДЕЛЬ ИЗ РАН

- Расширенная модель производственной функции в «новой экономике» [*Corrado, Hulten, Sichel, 2005; Adarov, Stehrer, 2019*]:

$$Y^t = F(L^t, K^t, A^t)$$

где  $A$  (совокупная факторная производительность) зависит от человеческого капитала и **нематериальных активов**

$$A^t = f(H^t, I^t, U^t)$$

$H$  – человеческий капитал;  $U^t$  – управленческий фактор;  $I^t$  – инновации

- Общая модель производственной функции

$$Y^t = F(L^t, K^t, H^t, I^t, U^t)$$

- Декомпозиция  $Y^t = \varphi_1 L^t + \varphi_2 K^t + \varphi_3 H^t + \varphi_4 I^t + \varphi_6 U^t$

- Система моделей регрессии:  $P_i = \lambda_{i1} F_1 + \lambda_{i2} F_2 + \dots + \lambda_{in} F_n$

•  $P_i$  – показатели экономического роста;  $F_j$  - факторы

# ИЗМЕРИТЕЛИ РЕЗУЛЬТАТОВ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ

## СТАТИСТИЧЕСКИ НАБЛЮДАЕМЫЕ И РАСЧЕТНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ РЕЗУЛЬТАТОВ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ КОМПАНИЙ

Статистически наблюдаемые показатели: Чистые активы, Операционная прибыль, Чистая прибыль и Дивиденды.

Аналитические индикаторы экономической успешности компаний: показатель EBITDA, и сконструированный индекс Экономической эффективности предприятий (ЕЕ).

При конструировании индикатора экономической эффективности (ЕЕ) использовался *агрегат показателей*

- прибыль от основной деятельности;
- прибыль до налогообложения;
- чистая прибыль;
- рентабельность собственного капитала
- рентабельности активов



# ПОТЕНЦИАЛЫ ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА

## АГРЕГАТЫ ТРЕХ ГРУПП СТАТИСТИЧЕСКИХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ - КОМПОЗИТНЫЕ ФАКТОРЫ

### ○ АКТИВЫ

- размер уставного капитала;
- величина валюты баланса (активы);
- стоимость чистых активов

### ○ МАСШТАБЫ ПРОИЗВОДСТВА

- себестоимость;
- расходы на реализацию товаров;
- управленческие расходы;
- процент к уплате заемных обязательств;
- прочие расходы

### ○ СОВОКУПНЫЕ ДОХОДЫ КОМПАНИЙ

- выручка;
- дивиденды;
- доходы от процентов;

# ЭКОНОМЕТРИЧЕСКАЯ МОДЕЛЬ

Коэффициенты регрессий (*Pooled model*) в уравнениях экономического роста

Регрессоры	Чистые активы (R <sub>1</sub> )	Операционная прибыль (R <sub>2</sub> )	Чистая прибыль (R <sub>3</sub> )	Дивиденды (R <sub>4</sub> )
Константа	1,059	1,094	1,118	1,097
Дивидендная политика (f <sub>1</sub> )	0.056 ***	0.060 **	0.039 *	0.077 ***
Снижение рисков нарушения прав акционеров (f <sub>2</sub> )				
Структура совета директоров (f <sub>3</sub> )	<u>- 0.031</u> *			
Качество работы органов управления (f <sub>4</sub> )		0.039 *		
Раскрытие финансовой отчетности (f <sub>5</sub> )				
Раскрытие корпоративных документов (f <sub>6</sub> )				
Политика корпоративно-социальной ответственности (f <sub>7</sub> )			0.035 *	0.047 **
Реализация проектов корпоративной социальной ответственности (f <sub>8</sub> )	0.040 **		0.043 **	0.057 **

# ЭКОНОМЕТРИЧЕСКАЯ МОДЕЛЬ

## Коэффициенты регрессий (*Pooled model*) в уравнениях экономического роста

Регрессоры	ЕВITDA	Экономическая эффективность (EE)	Совокупный актив (P1)	Масштабы (P2)	Совокупный доход (P3)
Константа	1.119	1.163	1.091	1.095	1.103
Дивидендная политика ( $f_1$ )	0.051 **	0.056 ***	0.110 ***	0.081 ***	0.085 ***
Снижение рисков нарушения прав акционеров ( $f_2$ )			0.049 **	0.06 ***	0.064 ***
Структура совета директоров ( $f_3$ )	<u>- 0.052 ***</u>		<u>- 0.060 ***</u>	<u>- 0.037 *</u>	<u>- 0.039 *</u>
Качество работы органов управления ( $f_4$ )					
Раскрытие финансовой отчетности ( $f_5$ )					
Раскрытие корпоративных документов ( $f_6$ )					
Политика корпоративно-социальной ответственности ( $f_7$ )	0.049 **				
Реализация проектов корпоративно- социальной ответственности ( $f_8$ )	0.059 ***	0.033 *			

## ИТОГИ: АДЕКВАТНОСТЬ ПОЛУЧЕННЫХ ОЦЕНОК ТЕОРЕТИЧЕСКИМ ПРЕДСТАВЛЕНИЯМ О ВЛИЯНИИ ИНСТИТУТА КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ НА РЕЗУЛЬТАТЫ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ.

Дивидендная политика оказывает положительное влияние на все анализируемые целевые показатели, аналитические индикаторы и потенциалы экономического роста

Снижение рисков нарушения прав акционеров положительно влияет на потенциалы экономического роста: «Совокупные активы», «Масштабы производства» и «Совокупные доходы».

Реализация проектов корпоративной социальной ответственности положительно влияет на все показатели деятельности компаний, за исключением показателя Операционная прибыль.

Политика корпоративной социальной ответственности влияет положительно на показатели Чистая прибыль, Дивиденды и EBITDA

# ИТОГИ: ОТКЛОНЕНИЕ ОТ ОЖИДАЕМОГО ВЛИЯНИЯ НА РЕЗУЛЬТАТЫ КОМПАНИЙ ОТДЕЛЬНЫХ ФАКТОРОВ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ

- Раскрытие финансовой отчетности и корпоративных документов не оказывают влияния на все показатели и потенциалы экономического роста.
- Структура совета директоров оказывает отрицательное воздействие на показатели Чистые активы, EBITDA и потенциалы экономического роста: «Совокупные активы», «Масштабы производства» и «Совокупный доход».
- Качество работы органов управления не оказывает влияния на все показатели (кроме «Операционной прибыли»)

# ВЫВОДЫ

## 1. НЕАДЕКВАТНОСТЬ СТРУКТУРЫ АКЦИОНЕРНОГО КАПИТАЛА РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ СТРУКТУРЕ ИМПОРТИРУЕМОЙ МОДЕЛИ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ:

преобладание сильно концентрированной структуры собственности – наличие мажоритарного акционера, обладающего контрольным пакетом акций, позволяющего принимать решения по ключевым вопросам в интересах такого акционера, обуславливает формальный характер и неэффективность работы Совета директоров и его комитетов

# ВЫВОДЫ

## 2. НЕСБАЛАНСИРОВАННОСТЬ СТРАТЕГИЧЕСКИХ И ТАКТИЧЕСКИХ ЦЕЛЕЙ КОМПАНИЙ

снижение стратегической роли Совета директоров в пользу интересов менеджмента, приоритетно ориентированного на задачи текущего финансового состояния предприятия

# ВЫВОДЫ

## 3. СОДЕРЖАТЕЛЬНОЕ НЕСООТВЕТСТВИЕ ДЕЙСТВУЮЩЕЙ В РОССИИ СИСТЕМЫ ЭКОНОМИЧЕСКОГО УЧЕТА

по стандартам РСБУ стандартам МСФО, на которые ориентирована «философия» института корпоративного управления и деятельность органов управления компаний



# ВЫВОДЫ

4. ДЕФОРМАЦИЯ ОТДЕЛЬНЫХ ЭЛЕМЕНТОВ ИНСТИТУТА КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ В ФОРМЕ ПРОЕКТОВ КСО, которые преимущественно приобретают нерыночный характер, что проявляется в социальной «нагрузке» компаний, замещающей выполнение государством своих социальных обязательств

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

- Исследование показало, что особенности институциональной среды, сформировавшейся в нашей экономике, структура собственности, наличие разнонаправленных экономических интересов и система государственного регулирования, обусловили определенный конфликт отдельных элементов института корпоративного управления с существующими нормами, правилами и традициями, проявившийся в дисфункциях этого института, которые, собственно, и нашли отражение в результатах экономической деятельности компаний.

**СПАСИБО  
ЗА ВНИМАНИЕ**