

Экспертный совет Института экономики РАН  
по проблемам корпоративного управления компаниями с государственным участием



# **ОЦЕНКА ВЛИЯНИЯ КАЧЕСТВА КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ НА РЕЗУЛЬТАТЫ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ КОМПАНИЙ**

Фролова Н. Д., научный сотрудник Института экономики РАН

Москва  
2022

## 2. ПРЕДВАРИТЕЛЬНЫЕ ЗАМЕЧАНИЯ

- В данном докладе представлены результаты II этапа совместного исследования Института экономики РАН и Российского института директоров (РИД):
  - результаты I этапа были представлены на XXII Апрельской конференции (2021) и в книге «Институт корпоративного управления и его влияние на экономический рост» (2021)
  - результаты II этапа на XXIII Ясинской (Апрельской) конференции (2022) и Ломоносовских чтениях (2022)
- Цель настоящего исследования – оценка влияния института корпоративного управления (ИКУ) на результаты экономической деятельности компаний
- Задачи исследования:
  - Обоснование выбора целевых показателей
  - Построение системы эконометрических моделей

### 3. ИНФОРМАЦИОННОЕ ОБЕСПЕЧЕНИЕ ИССЛЕДОВАНИЯ

- Информационная база исследования - расширенная база данных РИД, включающая более 70 индикаторов Института корпоративного управления 108 крупнейших российских компаниях в 2010, 2011, 2014 и 2017 гг.
- В качестве зависимых переменных использованы следующие целевые показатели: EBITDA, Стоимость чистых активов, ROA, Leverage
- В рамках выполненного исследования использованы также показатели, характеризующие выборку компаний: их отраслевая принадлежность, форма собственности, степень концентрации собственности, наличие листинга и его уровень.

В качестве основных источников информации при формировании данных по зависимым переменным использовалась публичная информация: корпоративные Интернет-сайты компаний, финансовая отчетность компаний по Российским стандартам бухгалтерской отчетности (РСБУ) и по международным стандартам финансовой отчетности (МСФО), данные аналитического агентства РБК, а также иные публично доступные информационные источники.

## 4. ЦЕЛЕВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ

- **EBITDA** – показатель, используемый в международной практике показатель, для анализа инвестиционной привлекательности, рыночной эффективности (*Cormier, Demaria, Magnan, 2017*) и рыночной стоимости компаний (*Oliveira et al., 2017*).
- **Стоимость чистых активов** – бухгалтерский показатель, отражающий балансовую или внутреннюю стоимость компаний (*Woltering et al., 2018 ; Bae, Kim, 1998*)
- **ROA** – показатель операционной эффективности, применяемый в академических эмпирических исследованиях и при оценке деятельности компаний
- **Leverage** (финансовый рычаг) - соотношение заемного и собственного капитала организации. Данный показатель может быть использован как проху для контроля уровня долговой нагрузки предприятий (*Jensen 1989; Williamson 1985*) и позволяет исследовать дисциплинарную роль долга в системе корпоративных отношений.

Выбранные показатели согласуются с целями корпоративного управления - обеспечение эффективности экономической деятельности компании и прироста ее стоимости, и позволяют оценить различные аспекты влияния КУ на результаты деятельности компаний

## 5. ОРГАНИЗАЦИЯ ИНФОРМАЦИИ (комментарий)

- Для решения задачи измерения Института корпоративного управления и его отдельных элементов применялась комбинация Информационной модели итеративной коррекции Методом главной компоненты и 2-х шагового Multiway data analysis (*Рубинштейн, Слуцкий, 2018; Бураков, Рубинштейн, 2020*).
- В результате преобразований получено две матрицы:
  - «Длинная матрица» - включает значения 8 композитных факторов (частных индексов качества ИКУ), характеризующих отдельные элементы Института корпоративного управления, измеренные для каждой из 108 компаний в каждом году (2010, 2011, 2014, 2017 гг.);
  - «Короткая матрица» - включает значения тех же 8 композитных факторов (частных индексов качества ИКУ) по каждой из 108 компаний, но уже в целом за весь период с учетом веса (значимости) каждого года.
  - В короткую и длинную матрицы включены целевые показатели.

## 6. ИНДЕКСЫ КАЧЕСТВА ИНСТИТУТА КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ

Для третьего этапа исследования используются индексы качества Института корпоративного управления, рассчитанные на II этапе, которые в эконометрических моделях мы применяем *в роли независимых переменных*:

- Фактор снижения рисков нарушения прав акционеров;
- Фактор дивидендной политики;
- Фактор комитетов совета директоров;
- Фактор управления рисками;
- Фактор финансовой прозрачности;
- Фактор информационной открытости;
- Фактор политики корпоративной социальной ответственности;
- Фактор реализации проектов корпоративной социальной ответственности.

## 7. СИСТЕМА ЭКОНОМЕТРИЧЕСКИХ МОДЕЛЕЙ

Система уравнений, используемых для оценки влияния ИКУ на экономические результаты деятельности компаний включает 2 группы моделей:

➤ 1 группа моделей – модель объединенных панельных данных (Pool model):

- 4 уравнения построенные на «длинной матрице» с допущением, что каждый год имеет равное значение с точки зрения оценки вклада индексов качества в экономические результаты деятельности компаний;
- 4 уравнения, полученные на «короткой матрице», устройство которой учитывает разную значимость периодов наблюдения.

➤ 2 группа моделей – модели с использованием дамми-переменных (dummy variable), которые позволяют выделить подгруппы в исследуемой совокупности.

Принимая во внимание тот факт, что исследовательская выборка неоднородна, мы вводим дамми-переменные для оценки влияния ИКУ с учетом характеристик исследуемой совокупности компаний.

## 8. РЕЗУЛЬТАТЫ РЕГРЕССИОННОГО АНАЛИЗА: I группа моделей

"Короткая матрица" (108 строк, факторы MW, 2010-2017)	модели регрессии			
	ЕБИТДА	СЧА	ROA	Leverage
(Константа)	-1,171	<b>-3,294</b>	<b>-1,268</b>	0,858
Фактор снижения рисков нарушения прав акционеров	1,047	0,898	<b>2,582*</b>	<b>-1,262*</b>
Фактор дивидендной политики.	<b>0,899**</b>	<b>1,511*</b>	0,12	-0,521
Фактор комитетов совета директоров	<b>-1,194**</b>	<b>-2,768**</b>	-0,227	-0,06
Фактор управления рисками	<b>-0,673*</b>	-0,998	<b>-1,190*</b>	-0,177
Фактор финансовой прозрачности	0,283	0,798	-0,3	<b>0,816*</b>
Фактор информационной открытости	0,296	1,691	-1,093	0,18
Фактор политики корпоративной социальной ответственности	<b>1,909***</b>	<b>2,363**</b>	<b>3,201***</b>	0,298
Фактор реализации проектов корпоративной социальной ответственности	-0,567	-0,724	-0,83	0,218
R <sup>2</sup>	0,322	0,199	0,174	0,29
Скорректированный R <sup>2</sup>	0,267	0,134	0,107	0,084



## 9. К выводам

- Результаты эмпирического исследования позволяют предположить, что на качество института корпоративного управления оказывают влияние не учтенные ранее особенности анализируемой совокупности компаний
- В заключительной части настоящего доклада представлено принципиально новое направление исследования института корпоративного управления, в основе которого лежит оценка влияния **фундаментальных характеристик предприятий** и обусловленной ими структуры совокупности компаний
- Структурный анализ потребовал разработку новой группы моделей, обеспечивающих **декомпозицию коэффициентов** регрессионных уравнений института корпоративного управления с учетом указанных критериальных характеристик компаний



## 10. ФУНДАМЕНТАЛЬНЫЕ ХАРАКТЕРИСТИКИ КОМПАНИЙ

В представленном докладе в качестве таких характеристик - ключевых критериев рассматриваемой совокупности компаний выделены:

- **ВЫСОКАЯ КОНЦЕНТРАЦИЯ СОБСТВЕННОСТИ**, характерная для сложившейся российской модели корпоративного управления (*Капелюшников, Демина, 2005 ; Долгопятова, 2010 ; Делойт, 2015 ; Долгопятова, 2016 ; Рыбалка, 2020 и т.д.*);
- **НАЛИЧИЕ ГОСУДАРСТВА КАК ДОМИНИРУЮЩЕГО АКЦИОНЕРА** – особенностью российской экономики является высокая степень государственного участия в ключевых отраслях, что оказывает влияние на трансформацию институциональных норм корпоративного управления (*Радыгин, Энтов, Абрамов и др. 2018*)

## 11. РЕЗУЛЬТАТЫ РЕГРЕССИОННОГО АНАЛИЗА С УЧЕТОМ КОНЦЕНТРАЦИИ СОБСТВЕННОСТИ: КОМПАНИИ С РАСПЫЛЕННОЙ СОБСТВЕННОСТЬЮ И С КОНЦЕНТРИРОВАННОЙ (50% И БОЛЕЕ)

"Длинная матрица" Зависимая переменная - EBITDA	Для общей выборки	Для компаний с концентрированной собственностью	Для компаний с распыленной собственностью
(Константа)	<b>-1,436</b>	<b>-1,587</b>	<b>0,995</b>
Фактор снижения рисков нарушения прав акционеров	<b>0,590**</b>	<b>0,583**</b>	<b>0,583**</b>
Фактор дивидендной политики.	<b>0,523***</b>	<b>0,471***</b>	<b>0,471***</b>
Фактор комитетов совета директоров	<b>-0,450***</b>	<b>-0,523***</b>	<b>0,253*</b>
Фактор управления рисками			<b>0,769*</b>
Фактор финансовой прозрачности			
Фактор информационной открытости			<b>-2,446***</b>
Фактор политики корпоративной социальной ответственности	<b>0,558***</b>	<b>0,499***</b>	<b>0,499***</b>
Фактор реализации проектов корпоративной социальной ответственности			

## 12. КОММЕНТАРИИ К РЕЗУЛЬТАТАМ РАСЧЕТОВ

- *Основным результатом* является следующая выявленная закономерность: в компаниях с *распыленной структурой собственности* почти все исследуемые факторы корпоративного управления оказывают *положительное влияние на зависимую переменную EBITDA*.
- В компаниях с *концентрированной структурой собственности* *Фактор комитетов совета директоров* меняет направление своего воздействия на отрицательное.
- К неожиданным результатам исследования следует отнести статистически значимое отрицательное влияние *Фактора информационно открытости* на EBITDA *в компаниях с распыленной структурой собственности*.

## 13. РЕЗУЛЬТАТЫ РЕГРЕССИОННОГО АНАЛИЗА С УЧЕТОМ ФОРМЫ СОБСТВЕННОСТИ

«Длинная матрица» Зависимая переменная - EBITDA	Для общей выборки	Для компаний с доминированием государства в капитале	Для компаний частного сектора
(Константа)	-1,436	-1,789	-1,789
Фактор снижения рисков нарушения прав акционеров	0,590**	2,195***	0,160***
Фактор дивидендной политики.	0,523***	0,851***	0,315**
Фактор комитетов совета директоров	-0,450***	-1,096***	0,049***
Фактор управления рисками		-0,998***	0,165***
Фактор финансовой прозрачности			
Фактор информационной открытости		-0,938**	-0,938**
Фактор политики корпоративной социальной ответственности	0,558***	0,916***	0,380**
Фактор реализации проектов корпоративной социальной ответственности			

## 14. КОММЕНТАРИИ К РЕЗУЛЬТАТАМ РАСЧЕТОВ

- В - первую очередь отметим изменение влияния индексов качества корпоративного управления (ИКУ) на результаты экономической деятельности в группе компаний с доминирующим участием государства по сравнению с общей выборкой компаний;
- Во - вторых, представляет интерес выявленное разнонаправленное влияние *Фактора комитетов совета директоров* и *Фактора управление рисками* в компаниях с доминирующим государственным участием, и в компаниях частного сектора.
- В - третьих, заслуживает особого внимания выявленный *положительный эффект* от доминирования государства на коэффициенты влияния отдельных ИКУ на результаты экономической деятельности компании.

## 11. К ВЫВОДАМ

Выполненное эконометрическое исследование позволило:

- оценить влияние отдельных элементов Института корпоративного управления (частных индексов качества ИКУ) на результаты экономической деятельности компаний.
- выявить дисфункции сложившегося Института корпоративного управления, которые, в частности, нашли отражение в отрицательном влиянии факторов «Комитета совета директоров» и «Управления рисками» на все результаты экономической деятельности компаний.
- провести углубленный эконометрический анализ влияния отдельных элементов Института корпоративного управления на результаты экономической деятельности компаний с учетом факторов концентрации и формы собственности.
- обосновать вывод о деформации рыночного Института корпоративного управления в компаниях с концентрированной структурой собственности.
- сформулировать гипотеза о весьма вероятном противоречии между этим рыночным институтом и институциональной средой, в которой функционируют крупные российские компании

## ЛИТЕРАТУРА

*Бураков Н. Рубинштейн* (2020). Теоретические и прикладные аспекты измерения потенциалов экономического развития регионов России // *Пространственная экономика*. №1. С. 24-50

*Долгопятова Т.Г.* (2010) Концентрация собственности в российской промышленности: эволюционные изменения на микроуровне. *Журнал Новой экономической ассоциации*. № 8 (8). С. 80-99.

*Долгопятова, Т. Г.* (2016) Концентрация собственности в российской обрабатывающей промышленности: эмпирические оценки // *Известия Уральского государственного экономического университета*. – № 4(66). – С. 30-39.

Институт корпоративного управления и экономический рост / под ред. И. И. Смотрицкой, Е. В. Никитчановой, И. В. Беликова, А. Я. Рубинштейна. (2021) М., Институт экономики РАН. 180 с.

*Капелюшников Р., Демина Н.* Влияние характеристик собственности на результаты экономической деятельности российских промышленных предприятий // *Вопросы экономики*. 2005 № 2.

*Рубинштейн А. Я., Слуцкин Л.Н.* «Multiway data analysis» и общая задача ранжирования журналов // *Прикладная эконометрика*, 2018, № 50, с. 90-113.

*Рыбалка А. И.* Связь структуры собственности и результативности высокотехнологичных компаний // *Проблемы прогнозирования*. – 2020. – № 3(180). – С. 31-39.



## ЛИТЕРАТУРА

*Aluchna M. and Kaminski B.* (2017), "Ownership structure and company performance: a panel study from Poland", *Baltic Journal of Management*, Vol. 12 No. 4, pp. 485-502

*Bae KH and Kim JB.* (1998) The usefulness of earnings versus book value for predicting stock returns and cross corporate ownership in Japan // *JAPAN AND THE WORLD ECONOMY*. 10 (4) , pp.467-485

*Cormier D., Demaria S. and Magnan M.* (2017), "Beyond earnings: do EBITDA reporting and governance matter for market participants?", *Managerial Finance*, Vol. 43 No. 2, pp. 193-211. <https://doi.org/10.1108/MF-07-2016-0205>

*Jensen MC* (1989) Eclipse of the public corporation. *Harvard Business Review*, Sep–Oct, pp 61–74

*Oliveira da Rocha J. F. et al.* (2017). Performance indicators and market value: an analysis on the companies listed in BM&F BOVESPA. *Revista ambiente contabil*, 9(2), 240-258.

*Williamson Oliver E.* (1985). "The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting." University of Illinois at Urbana-Champaign's Academy for Entrepreneurial Leadership Historical Research Reference in Entrepreneurship.

*Woltering René-Ojas, Weis Christian, Schindler Felix, Sebastian Steffen.* (2018) Capturing the value premium – global evidence from a fair value-based investment strategy // *Journal of Banking & Finance*. Volume 86, Pages 53-69, <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2017.06.009>