



Отчет

**Влияние качества корпоративного управления на эффективность
деятельности компании**

*Совместное исследование Российского института директоров и Научно-
учебной лаборатории корпоративных финансов ГУ-ВШЭ*

при участии



по заданию



Москва – 2007

Содержание

Участники проекта.....	3
1. Постановка задачи	7
2. Обоснование модели исследования.....	7
3. Регрессионный анализ	26
4. Выводы	37
5. Основные направления развития исследования.....	38
Литература.....	40
Приложения.....	41

Участники проекта



Научно-учебная лаборатория корпоративных финансов Государственного университета – Высшая школа экономики создана в 2006 году в рамках Инновационной образовательной программы ГУ-ВШЭ, выигравшего грант Национальных образовательных проектов России.

Лаборатория преследует цель формирования современной научной школы финансово-экономического анализа фирмы на базе достижений международной теории корпоративных финансов и методологии современных эмпирических исследований финансовых решений фирмы из выпускников магистратуры и аспирантуры кафедры экономики и финансов фирмы ГУ - ВШЭ. Проекты лаборатории ведутся по следующим направлениям:

- Создание и управление стоимостью в новой экономике. Руководитель – Ивашковская И.В.
- Инвестиционная политика в российских компаниях. Руководитель – Теплова Т.В.
- Финансовые механизмы корпоративного управления в новой экономике. Руководитель – Ивашковская И.В.
- Оценка предпринимательского потенциала и предпринимательские финансы на растущих рынках капитала. Руководитель – Репин Д.В.
- Поведенческие аспекты корпоративных финансов. Руководитель – Репин Д.В.

Контактная информация:

Адрес: Россия, Москва, Покровский бульвар д.11, комната Ж-520, Ж-523,
телефон/факс: (495) 772 9590, доб. 2109, e-mail: cfc@cfcenter.ru,
<http://www.cfcenter.ru/>



Российский институт директоров (РИД) – ведущий российский информационно-исследовательский, экспертно-консалтинговый и образовательный центр по проблемам корпоративного управления.

В настоящее время членами РИД являются крупнейшие российские компании, среди которых АФК Система, Вимм-Билль-Данн, ГАЗ, КАМАЗ, Норильский никель, Нижнекамскнефтехим, НИКОХИМ, Объединенные машиностроительные заводы, Связьинвест, Северсталь, Сургутнефтегаз, Силовые машины, ТАИФ, Татнефть, Татэнерго, ФК «Уралсиб», Уралсвязьинформ, ЦентрТелеком.

Российский институт директоров сотрудничает с рядом международных и зарубежных организаций: Международной финансовой корпорацией (IFC), Мировым Банком, Конференцией ООН по торговле и развитию (UNCTAD), Организацией экономического сотрудничества и развития (OECD), Международной сетью корпоративного управления (ICGN), Европейским институтом корпоративного управления, Национальной ассоциацией корпоративных директоров США (NACD), Институтом директоров Великобритании (IOD), Институтом корпоративных секретарей Великобритании (ICSA), Международным центром частного предпринимательства (CPE), и др.

В качестве ресурсного и экспертного центра Профессионального Сообщества корпоративных директоров РИД ведет Национальный Реестр профессиональных корпоративных директоров (Национальный Реестр) и обеспечивает деятельность Коллегии Профессионального Сообщества. В настоящее время членами Профессионального Сообщества, включенными в Национальный Реестр, являются более 270 корпоративных директоров из 25 субъектов РФ, которые имеют опыт работы в советах директоров и их комитетах более 450 российских компаний и банков.

Начиная с 2003 года, консорциум Российского института директоров и рейтингового агентства «Эксперт РА» регулярно проводит оценку уровня корпоративного управления и на

ее основе присваивает Национальный рейтинг корпоративного управления. К осени 2007 года такие рейтинги присвоены 160 российским компаниям.

С 2001 года РИД осуществляет подготовку кадров для компаний – лидеров российского бизнеса. Более 2000 членов советов директоров, высших и средних менеджеров из 52 субъектов РФ представители 1300 российских компаний прошли обучение на курсах профессиональной подготовки РИД.

Впервые в России Российский институт директоров подготовил и издал специализированные учебники по вопросам корпоративного управления – «Совет директоров в системе корпоративного управления» и «Корпоративный секретарь в системе корпоративного управления».

Ежемесячно РИД выпускает «Информационно-аналитический бюллетень по проблемам корпоративного управления», который получают в Правительстве РФ, Государственной Думе, Совете Федерации, МЭРТ, ФСФР, ведущих российских компаниях.

Российский институт директоров реализует программы сотрудничества с регионами России по внедрению в практику деятельности региональных компаний передовых стандартов корпоративного управления (организация конференций, семинар, конкурсов на лучшие годовые отчеты и пр.). Партнерская сеть РИД функционирует в 15 субъектах Российской Федерации.

Основные направления деятельности РИД:

- Широкий спектр консалтинговых услуг в области корпоративного управления.
- Национальный рейтинг корпоративного управления.
- Обучение и повышение квалификации по актуальным вопросам корпоративного управления.
- Исследования в области корпоративного управления.
- Информационное обеспечение по вопросам корпоративного управления.
- Консолидация профессионального сообщества корпоративных директоров и корпоративных секретарей.

Контактная информация:

Адрес: Россия, 121099, Москва, 1-й Смоленский переулок, д. 5, строение 1,
телефон/факс: (495) 502 9485, e-mail: info@rid.ru,
<http://www.rid.ru/>

Руководители проекта:

- Ивашковская И.В., профессор, зав. Научно-учебной лабораторией корпоративных финансов и зав. кафедрой экономики и финансов фирмы ГУ-ВШЭ.
- Беликов И.В., директор РИД.

Соисполнители проекта:

- Осипов Я., Ращупкин А., Пономарева О., Петров Н., Пономарева М., Хайдукова Т. – сотрудники Научно-учебной лаборатории корпоративных финансов ГУ-ВШЭ.
- Вербицкий В.К., первый заместитель директора РИД.
- Никитчанова Е.В., руководитель Экспертного центра РИД.
- Гуляев К.А., заместитель руководителя Экспертного центра РИД.

1. Постановка задачи

Проблема взаимосвязи качества корпоративного управления (далее также – КУ) и результатов деятельности компании продолжает оставаться в центре исследований в мировой финансовой и управленческой литературе. Остаются дискуссионными трактовки сути и содержания корпоративного управления, критерии оценки результативности компании и, следовательно, понимание механизма такой возможной взаимосвязи. В настоящем исследовании для анализа таких взаимозависимостей предлагается подход, сфокусированный на *стратегически ориентированной роли и функциях* советов директоров. С данных позиций ставится задача эмпирического исследования их деятельности в российских компаниях на основе критерия *создания экономической прибыли*.

2. Обоснование модели исследования

2.1. Обзор подходов к исследованию взаимосвязи качества корпоративного управления и корпоративной эффективности: исследования западной практики.

Имеющиеся в зарубежной литературе исследования взаимосвязи работы совета директоров и результатов деятельности компании основаны на различных концептуальных подходах к построению эмпирических моделей. Эти различия связаны как с трактовками признаков качества деятельности советов директоров, так и с подходами к отражению корпоративной эффективности.

Первый тип исследований строится на выделении *единичного признака* для выражения качества работы советов директоров и применении *простых, традиционных* показателей, получаемых из финансовой отчетности, для выражения результатов деятельности компании. Результаты компании могут оцениваться через финансовые коэффициенты, рассчитанные по данным отчетности: доходность совокупных активов (ROA), доходность собственного капитала (ROE), рентабельность продаж (ROS).

Рисунок 1.

СД И РЕЗУЛЬТАТЫ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ КОМПАНИИ: ПЕРВЫЙ ТИП ИССЛЕДОВАНИЙ

ЕДИНИЧНЫЙ ПРИЗНАК КАЧЕСТВЕННОГО КУ

- частота проведения собраний СД
- доля институциональных инвесторов
- разделение CEO и Председателя СД
- количество независимых директоров

РЕЗУЛЬТАТЫ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ

- Традиционные показатели
- Единственное, но значимое событие:
 - увольнение CEO за снизившиеся результаты
 - защита от поглощения

Традиция выделения одной, но ключевой характеристики для измерения качества корпоративного управления связана с серией работ, в которых на эту роль выдвигаются такие признаки, как частота проведения заседаний совета директоров, доля собственности в руках институциональных инвесторов, доля собственности в руках директоров и менеджеров, разделение позиций президента компании (Chief Executive Officer, CEO) и председателя совета директоров, количество независимых директоров. В русле такой традиции выполнен ряд эмпирических исследований влияния качества корпоративного управления на результаты деятельности компании.

Второй тип исследований также построен на выделении единичного признака для характеристики качества работы советов директоров, но спектр измерителей для результативности компании расширен здесь за счет включения *рыночных показателей*, таких, как динамика курса акций в дополнение к бухгалтерским показателям. Заметим, что,

например, на основе анализа ряда американских акционерных компаний установлено, что для более эффективной деятельности компаний ее совет директоров должен состоять примерно на половину из независимых членов, т.е. из 5-7 независимых директоров при средней численности членов совета 11 человек [6].

Следует отметить, что упрощенность характеристик качества корпоративного управления и корпоративной эффективности, применяемых для построения исследовательских моделей этих типов, видимо, не позволяет уловить взаимосвязи деятельности совета и эффективности компании. Полученные в работах первого и второго типов результаты не однозначны. Так, *не обнаруживается* статистически значимая взаимосвязь качества КУ, выраженного через количество независимых директоров, и корпоративной эффективности [12, 13]. К такому же выводу приходят специалисты, исследовавшие аналогичные связи, но положившие в основу измерения качества КУ разделение позиций CEO и председателя совета директоров [9]. Таким образом, опираясь на результаты первых двух типов исследований, нельзя сделать выводы о наличии значимой зависимости корпоративной результативности от качества КУ.

В исследованиях *третьего типа* по данной проблематике корпоративные результаты также оцениваются на базе показателей финансовой отчетности и динамики курсов акций. Но для исследования качества деятельности советов директоров вместо единичных характеристик применяется более широкий спектр параметров. Эти параметры включают рейтинги КУ или самостоятельно разработанные комплексные группами исследователей показатели качества КУ.

Рисунок 2.

СД И РЕЗУЛЬТАТЫ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ КОМПАНИИ: ТРЕТИЙ ТИП ИССЛЕДОВАНИЙ

КАЧЕСТВО ДЕЯТЕЛЬНОСТИ СД

КОМПЛЕКС ХАРАКТЕРИСТИК,
РЕЙТИНГИ КУ

Официальные рейтинги:

- S&P corporate governance
- S&P transparency and disclosure
Institutional Shareholder Services
(ISS)

Исследовательские рейтинги

РЕЗУЛЬТАТЫ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ

- Капитализация
- Операционная эффективность
(бухгалтерские данные)
- Рыночные мультипликаторы
(market-to-book, market –to-sales)
- Затраты на капитал (Cost of
capital)

Авторы рассматривают качество КУ как систему признаков, в частности, финансовую прозрачность и раскрытие информации, культуру корпоративного управления, структуру и методы работы совета директоров и руководства компании, отношения с финансово заинтересованными лицами, защищенность прав акционеров. Данный подход опирается на модель эмпирического исследования, которая строится на официальных, публично признанных рейтингах КУ, с одной стороны, и на показателях рыночной капитализации компаний, с другой. В работах данного типа установлена *зависимость между рыночной стоимостью компаний и качеством КУ*. Этот вывод сделан как на основе исследований *практики отдельных стран, так и сравнительного анализа практик нескольких стран*.

Используя капитализацию для характеристики результатов деятельности компании, авторы конструируют разные измерители. Так, результаты компании увязываются с показателем *Tobin's Q*, который определен как отношение скорректированной стоимости чистых активов (балансовая стоимость активов за вычетом балансовой стоимости акционерного капитала, представленного в виде обыкновенных акций, и отсроченных налогов

на прибыль плюс совокупная рыночная стоимость обыкновенных акций) к балансовой стоимости совокупных активов [10, 11]. Другой показатель, используемый для выражения эффекта деятельности советов директоров, - это отношение потоков денежных средств к капитализации (*cash-flow-to-price ratios*). Для измерения результатов компании также может быть применена группа рыночных показателей: *Tobin's Q*, рыночный мультипликатор балансовой стоимости акционерного капитала (*market-to-book*), рыночный мультипликатор на основе объемов продаж (*market/sales*) [6, 7, 8]. Ряд авторов дополняют инструментарий измерения результатов компании затратами на собственный капитал, отражающими ставку доходности, требуемой акционерами за риск (*cost of equity*): в работе [5] этот показатель вычислен как зависимая переменная на базе модели ценообразования на долгосрочные активы компании (далее – модели CAPM) с использованием бета-коэффициентов акций и премии за рыночный риск агентства «Value Line». Возможно также применение рыночного мультипликатора собственного капитала (*market-to-book*) и показателя затрат на собственный капитал на основе CAPM для отражения риска компании [9].

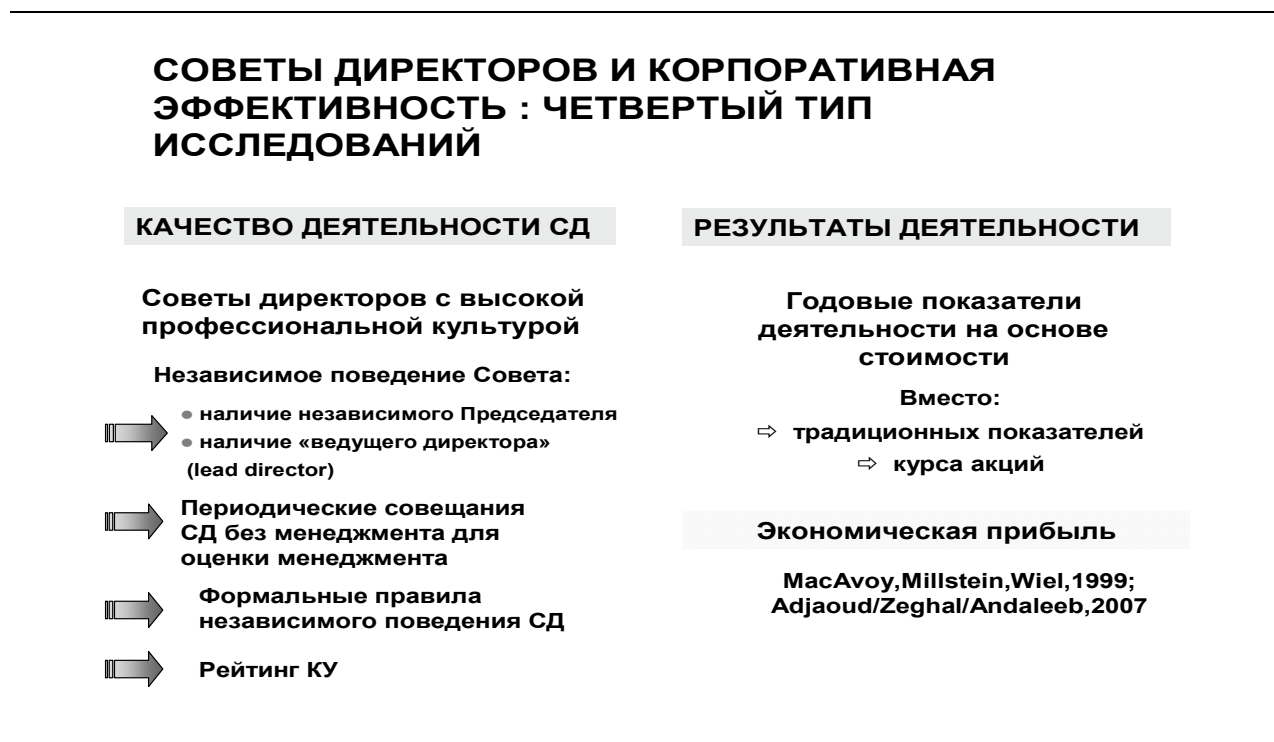
В работе [9] показано, что усилия, направленные на рост качества КУ компаний, привели к снижению требуемой инвесторами ставки доходности, и этот эффект проявил себя на рынке капитала также в динамике курсов акций. При этом усиление регулирования в области КУ не связано напрямую с дальнейшим ростом рыночной капитализации компаний на рынках капитала. Взаимосвязи качества корпоративного управления и уровня требуемой доходности инвесторов нашли свое отражение в исследованиях, в которых качество КУ выражено через данные о прозрачности или непрозрачности компании, например, наличие в финансовой отчетности более высоких, чем для сопоставимых компаний, показателей резервов, что делает результаты, выраженные показателем бухгалтерской прибыли, менее ясными и более подверженными манипулированию с помощью учетных техник [5].

Установлено, что снижение прозрачности ведет к увеличению требуемой собственником доходности инвестиций, в то время как компании с более прозрачными показателями о прибылях и наличием независимого аудитора имеют более низкие требуемые доходности [5]. Обнаружена также обратная зависимость между ставкой требуемой доходности и независимостью совета директоров, исследованной через долю акций в

собственности директоров. Выявлена обратная зависимость между ставкой требуемой доходности и долей акций, принадлежащих институциональным инвесторам, а также прямая зависимость данной ставки от доли владельцев блокирующих пакетов. Таким образом, выполненные работы позволяют сделать вывод о том, что качество КУ в компаниях *влияет на ставку требуемой доходности: рост качества ведет к снижению ставки.*

Подытоживая обзор имеющихся подходов, нельзя не отметить исследования *четвертого типа.*

Рисунок 3.



Необходимо подчеркнуть, что в этих исследованиях, основанных на измерении корпоративной эффективности через *годовые* показатели, статистически значимые зависимости между качеством КУ, выраженным как интегральный показатель, и корпоративными результатами, получены *только в случае измерения результатов через экономическую прибыль.* Такие выводы получены в работах, выполненных по компаниям США, а также по компаниям Канады [4]. Так, в исследовании [4], проведенном на выборке

219 канадских компаний, получено подтверждение положительной статистически значимой зависимости качества корпоративного управления, выраженного через рейтинг Canadian National Newspaper, и экономической прибыли.

2.2. Обзор подходов к исследованию взаимосвязи качества корпоративного управления и корпоративной эффективности: исследования российской практики.

Российская практика КУ с позиций ее влияния на рыночную капитализацию компаний уже стала предметом ряда исследований зарубежных авторов. В 2001 г. было выявлено наличие значимой корреляции между рейтингами КУ, присеваемыми российским компаниям агентством Standard&Poog's, и низким уровнем их рыночной капитализации [5]. В работе содержится вывод о возможности значительного роста капитализации компании в России (до 700%) при росте рейтинга КУ от низшего к наиболее высокому. Через 5 лет теми же авторами в повторном исследовании наличие такой взаимосвязи было подтверждено, но потенциал роста капитализации благодаря увеличению качества КУ снизился с 700% до 87% [7]. В обеих работах показано, что более сильные с точки зрения практики КУ российские компании уже сделали выбор в пользу ее улучшения и получения более высокого рейтинга КУ.

В исследовании [8] проведен сопоставительный анализ разных рейтингов корпоративного управления для российских компаний с позиций их объясняющей способности относительно изменений капитализации этих компаний. Авторы пришли к выводу о том, что наиболее высокой объясняющей силой изменений переменной логарифма Tobin-Q (\ln Tobin Q) обладает рейтинг прозрачности и раскрытия информации S&P (Transparency&Disclosure rating), который включает 4 компонента: раскрытие финансовой информации, раскрытие операционной информации, раскрытие информации о собственности и раскрытие информации о советах директоров. Для этого рейтинга авторы получили *положительные значимые* коэффициенты в сквозной регрессии (OLS) и в регрессии с фиксированными эффектами (fixed effects) по сравнению с другими рейтингами. Между тем объясняющая способность рейтинга корпоративного управления S&P Governance оказалась,

по их оценкам, существенно ниже: рейтинг S&P Governance не значим ни в сквозной регрессии (OLS), ни в регрессии с фиксированными эффектами (fixed effects).

Используя рейтинг прозрачности и раскрытия информации S&P (Transparency&Disclosure rating) в качестве *прокси* качества корпоративного управления для российских компаний, авторы работы [3] исследовали взаимосвязь этого показателя и корпоративной эффективности, измеренной через *экономическую прибыль* в форме экономической добавленной стоимости. Выборка включала 29 компаний, получивших данный рейтинг и одновременно имевших финансовую отчетность, подготовленную по МСФО. Полученные результаты показывают *положительную статистически значимую* связь (на уровне 5% значимости) между рейтингом раскрытия и прозрачности информации S&P и показателями экономической прибыли компаний в выборке.

2.3. Гипотеза исследования.

Предлагаемое исследование продолжает традицию *комплексного* подхода к характеристике качества КУ. По нашему мнению, коренное свойство Советов директоров, выражающее смысл КУ в целом, – это обеспечение стратегической эффективности компании, поэтому их ключевая задача заключается в выстраивании *«стратегически ориентированной системы корпоративного управления»* [2]. Мы рассматриваем проблему результативности компании через призму исполнения корпоративной стратегии (corporate performance). Деятельность Советов директоров, сфокусированная на этой задаче, должна способствовать повышению эффективности формулирования стратегического видения, обоснованности стратегического выбора и влиять на рост эффективности исполнения стратегических решений, что требует поиска адекватных показателей для измерения именно такого результата. Поэтому, на наш взгляд, для выражения качества КУ решающее значение имеет воспроизводящийся механизм деятельности Советов директоров, применяемые процедуры, направленные на решение задачи выработки стратегического видения и достижения стратегической эффективности. Акцентируя внимание на *процессе работы Советов директоров*, а не отдельно взятых их характеристиках, мы разделяем концепцию *«эффективных Советов директоров»*, представленную в работе [12].

Выбор показателя эффективности деятельности компании

Для измерения исполнения корпоративных стратегий, на наш взгляд, нецелесообразно применять традиционные бухгалтерские показатели, поскольку они не отражают инвестиционных рисков бизнеса, без чего оценивать результативность исполнения корпоративных стратегий в условиях рыночной конкуренции не корректно. Мы исходим из концепции финансовой, а не бухгалтерской модели анализа деятельности компании, основанной на принципе *экономической прибыли* [1] и ее использовании для оценки результатов компании в качестве критерия успеха. Для измерения исполнения корпоративных стратегий нами выбрана одна из моделей семейства экономической прибыли (*residual income*) - *экономическая добавленная стоимость (economic value added, EVA)*.

Мы прибегли именно к данной модели по нескольким соображениям. Во-первых, она является одной из наиболее известных и распространенных в мировой практике среди компаний, приверженных современным подходам к финансовой аналитике, основанным на анализе и управлении стоимостью компании (*value based management, VBM*). Во-вторых, именно эта модель вызывает сегодня наиболее пристальный интерес у российских компаний, стремящихся перейти к использованию подобных подходов и решению задачи мониторинга вклада различных подразделений компании в прирост ее стоимости, однако делающих на этом пути лишь самые первые шаги.

Модель экономической добавленной стоимости включает объяснение прироста рыночной капитализации публичных компаний через потоки будущих положительных экономических прибылей. Для этого в современной концепции управления на основе стоимости вводится понятие «*добавленной рыночной стоимости*» (*market value added, MVA*), показанное на рис. 4.

Рисунок 4.



Таким образом, устойчивые положительные потоки экономических прибылей в виде EVA (или рассчитанные в иной форме) создают приросты капитализации, и, напротив, отрицательные потоки экономических прибылей ведут к ее снижению. Тенденции в изменении величины капитализации зависят от устойчивости создания экономической прибыли в компании как положительного результата. Поэтому измерение годового результата через экономические прибыли тесно связано с взглядом на результаты деятельности, представленные в виде тенденций изменения капитализации. Однако экономическая прибыль существенно меньше зависит от внешних для компании процессов на рынке капитала и не подвержена их влиянию.

Выбор показателя качества корпоративного управления в компании

Комплексной оценкой практики корпоративного управления в компании является рейтинг корпоративного управления, который присваивается ей той или иной независимой организацией. В России можно выделить три рейтинга корпоративного управления, которые

до настоящего времени присваиваются и регулярно обновляются. К таковым относятся следующие рейтинги:

1. Рейтинг корпоративного управления, составляемый международным рейтинговым агентством Standard & Poor's (S&P);
2. Национальный рейтинг корпоративного управления консорциума Российского института директоров и рейтингового агентства «Эксперт РА» («РИД – Эксперт РА»);
3. Рейтинг корпоративного управления, составляемый инвестиционной компанией «Тройка Диалог».

До 2003 года включительно также широко использовались рейтинги, составляемые Институтом корпоративного управления и права (ИКУП) и инвестиционной компанией Brunswick UBS Warburg. Однако данные рейтинги с 2004 года не обновлялись.

Результаты рейтинга корпоративного управления «Тройка Диалог» являются закрытыми и доступны только клиентам этой инвестиционной компании, поэтому не могут быть использованы в настоящем исследовании.

Возможности использования в рамках исследования рейтинга корпоративного управления Standard & Poor's ограничены, поскольку он в настоящее время охватывает только 18 российских компаний (на конец 2007 года).

В свою очередь основным преимуществом Национального рейтинга корпоративного управления «РИД – Эксперт РА» является широта его охвата. В настоящее время он присвоен более чем 150 российским компаниям.

К дополнительным характеристикам рейтинга «РИД – Эксперт РА», подтверждающим его значимость для оценки качества корпоративного управления, можно отнести следующее:

- В основе методики рейтинга – сопоставление практики корпоративного управления компании с нормами, закрепленными в российском законодательстве, рекомендациями российского Кодекса корпоративного поведения и международными стандартами передовой практики.
- Оценка в рамках рейтинга имеет комплексный характер и осуществляется более чем по 100 критериям.
- Доступность результатов рейтинга широкому кругу заинтересованных сторон.

- Отнесение компании к тому или иному классу в рамках рейтинга является свидетельством определенного уровня ее рисков в этой области (см. табл. 1).

Таблица 1.

Шкала Национального рейтинга корпоративного управления «РИД – Эксперт РА».

НРКУ 10	Передовая практика корпоративного управления
НРКУ 9+	Компания с НРКУ от 8+ до 10 имеет незначительные риски корпоративного управления. Компания, имеющая такой НРКУ, соблюдает требования российского законодательства в области корпоративного управления и в полной мере следует рекомендациям российского Кодекса корпоративного поведения, а также соблюдает значительное число рекомендаций международной передовой практики корпоративного управления.
НРКУ 9	
НРКУ 8+	
НРКУ 8	Развитая практика корпоративного управления
НРКУ 7+	Компания с НРКУ от 6 до 8 имеет низкие риски корпоративного управления. Компания соблюдает требования российского законодательства в области корпоративного управления, следует большей части рекомендаций российского Кодекса корпоративного поведения и отдельным рекомендациям международной передовой практики корпоративного управления.
НРКУ 7	
НРКУ 6+	
НРКУ 6	
НРКУ 5+	Средняя практика корпоративного управления
НРКУ 5	Компания с НРКУ от 4 до 5+ имеет умеренные риски корпоративного управления. Компания соблюдает требования российского законодательства в области корпоративного управления, однако инициативы по внедрению базовых рекомендаций российского Кодекса корпоративного поведения носят незначительный характер.
НРКУ 4+	
НРКУ 4	
НРКУ 3+	Низкая практика корпоративного управления
НРКУ 3	Компания с НРКУ от 1 до 3+ имеет высокие риски корпоративного управления. Компания допускает несоблюдение отдельных норм российского законодательства в области корпоративного управления,
НРКУ 2+	

НРКУ 2	текущая практика корпоративного управления компании не соответствует большинству рекомендаций российского Кодекса
НРКУ 1+	корпоративного поведения.
НРКУ 1	

Источник: Российский институт директоров // <http://www.rid.ru/>

Практика корпоративного управления в рамках рейтинга оценивается по четырем ключевым компонентам, к которым относятся следующие:

- Права акционеров.
- Деятельность органов управления и контроля.
- Раскрытие информации.
- Корпоративная социальная ответственность.

В рамках компонента «Права акционеров» анализируется следующее:

- Права, которыми обладают акционеры компании (в т.ч. права собственности, права на участие в управлении обществом, права на получение дивидендов).
- Возможные риски нарушения прав акционеров.
- Дополнительные инициативы компании по защите прав акционеров.

При проведении анализа компонента «Деятельность органов управления и контроля» оценивается следующее:

- Состав и деятельность совета директоров (сбалансированность состава совета директоров с т.ч. зрения количества входящих в него исполнительных, неисполнительных и независимых директоров; повышение эффективности работы совета директоров; создание комитетов совета директоров и их деятельность; система вознаграждения членов совета директоров; предотвращение конфликтов интересов членов совета директоров; и пр.).
- Состав и деятельность исполнительных органов (создание коллегиального исполнительного органа; повышение эффективности работы исполнительных органов; система вознаграждения высшего менеджмента; предотвращение конфликтов интересов членов исполнительных органов; и пр.).

- Функционирование системы контроля финансово-хозяйственной деятельности компании (создание системы внутреннего контроля; оценка и повышение эффективности системы внутреннего контроля; создание службы внутреннего аудита; создание комитета совета директоров по аудиту и его деятельность; независимость ревизионной комиссии; и пр.).
- Взаимодействие между органами управления (информационное обеспечение работы членов совета директоров; подотчетность менеджмента перед советом директоров; создание должности корпоративного секретаря и его деятельность; и пр.).

Развитие компонента «Раскрытие информации» оценивается по следующим аспектам:

- Уровень раскрытия нефинансовой информации (информация о структуре акционерного капитала; информация о составе органов управления; информация о вознаграждении членов органов управления; информация о вознаграждении внешнего аудитора; и пр.).
- Уровень раскрытия финансовой информации (раскрытие финансовой отчетности, подготовленной в соответствии с РСБУ и МСФО/ОПБУ США; раскрытие заключений внешнего аудитора; информация о крупных сделках и сделках, в совершении которых имеется заинтересованность; и пр.).
- Оценка общей дисциплины раскрытия информации (раскрытие ежеквартальных и годовых отчетов; публикация сообщений о существенных фактах; качество годового отчета; раскрытие устава и внутренних документов; раскрытие информации на интернет-сайте компании; и пр.).
- Равнодоступность информации для всех акционеров и других заинтересованных лиц (раскрытие информации на различных языках; оперативность раскрытия информации; и пр.).

В рамках компонента «Корпоративная социальная ответственность» оценивается следующее:

- Оформление и реализация компанией политики в области корпоративной социальной ответственности.
- Регулирование принципов и правил деловой этики в компании.

- Реализация проектов корпоративной социальной ответственности в отношении сотрудников компании и членов их семей, населения по месту деятельности компании, а также ее контрагентов.
- Оформление и реализация компанией экологической политики.
- Подготовка социальной отчетности.

Гипотеза исследования

Тестируемая гипотеза состоит в следующем: в компаниях с *более высоким уровнем качества корпоративного управления* (со стратегически ориентированными советами директоров) существует положительная связь между качеством КУ и стратегической эффективностью, измеряемой через экономическую прибыль.

2.4. Исходные данные и методология расчета параметров

В нашей модели экономическая добавленная стоимость (EVA) является *зависимой* переменной. В отличие от бухгалтерской прибыли, для расчета EVA необходимо вычесть альтернативные издержки инвесторов, или затраты на капитал (*cost of capital*). Положительная экономическая прибыль отражает рационально выбранную и эффективно реализуемую корпоративную стратегию, поскольку означает создание дохода выше требуемой за инвестиционные риски барьерной планки, измеряемой через затраты на капитал. Положительные значения EVA объясняют прирост подлинной (инвестиционной) стоимости компании, а отрицательные – ее снижение за исследуемый год. Однако использование показателя экономической прибыли вместо прямого применения показателя рыночной капитализации (в форме капитализации совокупного капитала *EV – enterprise value* – или капитализации собственного капитала – *MC market capitalization*), либо косвенного показателя – Tobin-Q, также основанного на показателях капитализации, как это сделано в ряде указанных выше работ, позволяет, на наш взгляд, улучшить модель исследования. Анализ взаимосвязи между показателями качества КУ и рыночной капитализацией компании не свободен от эндогенности: компании с более высокой рыночной стоимостью избирают осознанно шаги, ведущие к росту рейтингов КУ [9]. Кроме того, использование экономической прибыли как годового результата, характеризующего *исполнение корпоративной стратегии*, позволит расширить поле исследования в будущем, поскольку

помогает увязать качество КУ с созданием подлинной стоимости компаний как открытого, так и *закрытого* типов. В расчетах экономической прибыли мы используем упрощенную модель, или модель, аналогичную остаточной прибыли (*residual income, RI*):

Рисунок 5.

ЭКОНОМИЧЕСКАЯ ПРИБЫЛЬ (Economic Value Added, EVA)

ЭКОНОМИЧЕСКАЯ ДОБАВЛЕННАЯ СТОИМОСТЬ
прибыль, рассчитанная после вычета затрат на капитал и с учетом требуемой доходности инвесторов
$EVA = (ROCE - WACC) \times CE$
<i>CE</i> – <i>capital employed</i> – инвестированный капитал
<i>ROCE</i> – <i>return on capital employed</i> – доходность инвестированного капитала (или ROIC)
<i>WACC</i> – <i>weighted average cost of capital</i> – средневзвешенные затраты на капитал

В исследовании зависимые переменные рассчитаны двумя способами:

Переменные *EVA1* и *EVA2* отличаются только способом расчета показателя средневзвешенных затрат на капитал (*weighted average cost of capital, WACC*), *показывающим требуемую за инвестиционные риски доходность на инвестированный капитал*. В первом случае (для расчета *EVA1*) используется *WACC1*, рассчитанный со следующими особенностями:

- по балансовым значениям заемного капитала и собственного капитала для расчета удельных весов заемного и собственного капиталов в структуре капитала,
- без учета привилегированных акций для тех 12 компаний из выборки, у которых они есть.

$$WACC1 = TotalEquity / (TotalDebt + TotalEquity) \times Ke + TotalDebt / (TotalDebt + TotalEquity) \times (1 - T) \times Kd$$

При этом:

$$TotalDebt = LTDebt + STDebt$$

Где:

Total equity – собственный капитал

Total debt – совокупный заемный капитал

LTDebt – долгосрочный заемный капитал

STDebt – краткосрочный заемный капитал

Ke – затраты на собственный капитал

Kd – затраты на заемный капитал

T - ставка налога на прибыль

Затраты на собственный капитал - *Ke* - рассчитывались по *гибридной модели оценки долгосрочных активов компании (Hybrid capital asset pricing model)*, имеющей следующий вид:

$$Ke = (Rf + spread) + \beta(Rm - Rf) + liquidity\ premium$$

Для расчетов затрат на собственный капитал в качестве ставки безрисковой доходности *Rf* взяты ставки доходности по государственным (казначейским) ценным бумагам США по состоянию на конце декабря соответствующего года с 10 летним сроком до погашения. Спред доходности (*spread*) определен как показатель странового риска из рейтинга государственных евробондов Russia -30. Показатель систематического риска компаний *β* берется по данным отраслевых бета с сайта Дамодарана (www.damodaran.com), и корректируется на финансовый рычаг компании (*D/E*). Премия за рыночный риск (*Rm-Rf*) также взята с сайта Дамодарана для соблюдения правила последовательности определения переменных в модели оценки доходности активов компании, поскольку бета как показатель зависим от выбора данной премии. Наконец, для отражения специфики компании была применена *премия за низкую ликвидность - liquidity premium*, оцененная экспертным путем.

Во втором случае (для расчетов *EVA2*) используется *WACC2*, рассчитанный по балансовым значениям заемного капитала, но по *рыночным* значениям капитализации собственного капитала и привилегированных акций, (учитываются привилегированные акции у 12 компаний выборки). То есть во втором способе расчета экономическая добавленная стоимость включает средневзвешенные затраты на капитал исходя из следующей формулы:

$$WACC2 = CEMC/(CEMC+PEMC+TotalDebt) \times Ke + PEMC/(CEMC+PEMC+TotalDebt) \times Ke(dam) + TotalDebt/(CEMC+PEMC+TotalDebt) \times (1-T) \times Kd,$$

Где:

Ke(dam) - затраты на собственный капитал, привлеченный в виде привилегированных акций, рассчитан с использованием данных об отраслевых бета акций с сайта Дамодарана, скорректированным на финансовый рычаг компании, без премии за низкую ликвидность (экспертная оценка затрат на собственный капитал для капитала, привлеченного через выпуски привилегированных акций). Авторы вынуждены отказаться от оценки затрат на собственный капитал в форме привилегированных акций на основе их рыночной доходности, так как показатели рыночной доходности привилегированных акций компаний выборки демонстрируют несодержательные для этих целей ставки, которые в ряде случаев выше 100%.

Ke – затраты на собственный капитал в виде обыкновенных акций - берется по данным отраслевых бета с сайта Дамодарана, скорректированным на финансовый рычаг компании, с премией за низкую ликвидность, оцененную экспертным путем.

CEMC - Common Equity Market Capitalization – капитализация собственного капитала, представленного выпусками обыкновенных акций

PEMC - Preferred Equity Market Capitalization – капитализация собственного капитала, представленного привилегированными акциями

Результаты расчетов показателей экономической прибыли представлены в Приложении 1.

Затраты на заемный капитал для двух видов показателей EVA1 и EVA2 рассчитаны идентично с применением рыночного подхода, предполагающего оценку альтернативных издержек заимствования. Для этой цели по значительной части выборки использованы фактические рыночные доходности корпоративных облигаций, в остальных случаях затраты

на заемный капитал определены методом синтетического кредитного рейтинга. Данный метод предполагает следующую зависимость:

$$Kd = Rf + \text{sovereign spread} + \text{default spread}$$

Параметр корпоративного кредитного спреда (*default spread*) найден через синтетический рейтинг.

2.4.2. Характеристика независимых переменных модели исследования.

Для эконометрического исследования использовались рассчитанные нами показатели экономической добавленной стоимости и данные о качестве корпоративного управления, выраженного через значения Национального рейтинга корпоративного управления «РИД – Эксперт РА». Поэтому в выборку попали данные по 41 российской компании, у которых есть отчетность по IAS/GAAP US и значения рейтинга «РИД – Эксперт РА» за 2004, 2005 и 2006 годы. Таким образом, общее количество наблюдений в выборке составило 123. Исходные данные финансовой отчетности взяты из базы Bloomberg, доступ к которой имеется в лаборатории корпоративных финансов.

В качестве контрольных независимых переменных использовались следующие переменные:

- Размер компании – $size = \ln(Sales)$ – логарифм продаж компании в текущем году;
- Операционный риск компании – $risk = StdDev(EBITDA)/Mean(EBITDA)$, где используются значения EBITDA за 2004-2006 годы.
- Структура капитала – $capital\ structure\ (de = TotalDebt/(TotalDebt+TotalEquity))$ – отношение заемного капитала (долгосрочный и краткосрочный долг) к сумме собственного и заемного капитала;
- Уровень капитальных инвестиций относительно совокупных активов - $CAPEX/TA$
- фиктивная переменная государственного контроля – $dummy_gov$ – принимающая значение 1, если государство контролировало компанию в 2004-2006 годах, и значение 0 в обратном случае.
- Фиктивные переменные для 7 отраслей - $dummy_industry$ – (транспортная – $dummy_indtr$, розничная торговля – $dummy_indtr$, телекоммуникационная –

dummy_indtel, нефтегазовая – dummy_indog, электроэнергетика – dummy_indelec, металлургия – dummy_indmm, обрабатывающая промышленность – dummy_indman);

Базовое уравнение модели исследования специфицировано следующим образом:

$$EVA/TotalAssets_{it} = a + ridrating_{it} \cdot \beta_1 + size \cdot \beta_2 + risk \cdot \beta_3 + de \cdot \beta_4 + dummy_gov \cdot \beta_5 + dummy_ind_k \cdot \beta_k + \varepsilon_{it}$$

Характеристики и дескриптивные статистики выборки приведены в Приложении 3.

3. Регрессионный анализ

3.1. Виды регрессий, использованных для выявления зависимостей

Рассматриваемая базовая модель исследования специфицирована в нескольких вариантах регрессионного анализа. При этом каждая зависимая переменная тестировалась в двух вариантах: по абсолютному значению (EVA1 и EVA2), а также в относительной или нормированной форме, полученной путем деления показателя экономической прибыли на совокупные активы компании (total assets, TA). (EVA1/TA и EVA2/TA). Анализ осуществлен в пакете STATA.

Сначала были построены *сквозные панельные регрессии (pooled regressions)*.

Чтобы элиминировать из модели ненаблюдаемые индивидуальные эффекты и учесть гетерогенность объектов наблюдения, были дополнительно построены регрессии с фиксированными индивидуальными эффектами (fixed effects).

Поскольку модель сквозной регрессии не учитывает индивидуальную гетерогенность, а оценки по модели с фиксированными эффектами оказались преимущественно не значимы, были построены регрессии со *случайными эффектами (random effects)*. При этом индивидуальная гетерогенность учитывается в матрице ковариации, имеющей блочно-диагональный вид, так как внутри каждой группы случайные эффекты взаимно

коррелируют. Для оценки в данном случае используются обобщенный метод наименьших квадратов (OLS) с учетом следующих предположений:

$$\text{cov}(\varepsilon_{it}, \varepsilon_{jt}) = \text{cov}(\varepsilon_{it}, \varepsilon_{ik}) = \text{cov}(\varepsilon_{it}, u_i) = 0 \text{ (ошибки не коррелированы между собой);}$$

$$\text{cov}(x_{it}, \varepsilon_{js}) = 0 \text{ (ошибки не коррелированы между регрессорами);}$$

$$E(u_i) = 0, E(\varepsilon_{it}) = 0;$$

$$\text{var}(\varepsilon_{it}) = \sigma_\varepsilon^2, \text{var}(u_i) = \sigma_u^2.$$

3.2. Результаты

Результаты сквозных регрессий и регрессий с фиксированными эффектами статистически *не значимы*. Поэтому ниже приведены итоги третьего типа регрессий, который дал статистически значимые результаты: со случайными эффектами.

3.2.1. Регрессионная модель случайных эффектов

3.2.1.1. Спецификация модели через *абсолютные* значения показателей экономической прибыли:

Для переменной EVA1 были получены следующие результаты на основе модели случайных эффектов:

Random effects	u_i	~	Gaussian	Wald	chi2(5)	=	44.17
corr(u_i, X)		=	0 (assumed)	Prob	> chi2	=	0

eva1	Coef.	Std. Err.	z	P>z	[95% Conf. Interval]
ln_sales	171.8416	61.99278	2.77	0.006	50.33803 293.3453
rating	69.9101	287.6341	0.24	0.808	-493.842 633.6626
dummy_gov	-501.721	189.8008	-2.64	0.008	-873.724 -129.719
dummy_inde~c	-454.574	269.1551	-1.69	0.091	-982.108 72.96024
dummy_indog	1186.274	341.719	3.47	0.001	516.5172 1856.031
_cons	-877.47	443.1188	-1.98	0.048	-1745.97 -8.97258

Регрессия получилась значимой. Также значимы на уровне 5% коэффициенты при переменных *размера, государственной собственности и нефтегазовой отрасли*. Коэффициент при переменной *общего рейтинга* КУ положителен, но не значим статистически.

Для переменной EVA2 были получены следующие результаты на основе модели случайных эффектов:

Random
 effects u_i ~ Gaussian Wald chi2(4) = 40.62
 corr(u_i, X) = 0 (assumed) Prob > chi2 = 0

eva2	Coef.	Std. Err.	z	P>z	[95% Conf. Interval]	
ln_sales	172.1239	62.22122	2.77	0.006	50.17259	294.0753
rating	45.38084	289.5071	0.16	0.875	-522.043	612.8044
dummy_gov	-509.036	190.0967	-2.68	0.007	-881.619	-136.453
dummy_indog	1247.363	340.4518	3.66	0	580.0895	1914.636
_cons	-930.31	442.9844	-2.1	0.036	-1798.54	-62.0768

Результаты аналогичны предыдущему случаю. Коэффициент при переменной общего рейтинга КУ положителен, но переменная КУ не значима статистически.

3.2.1.2. Спецификация модели для *нормированных* показателей экономической прибыли:

Результаты регрессии на основе модели случайных эффектов для переменной EVA1/TA:

Random
 effects u_i ~ Gaussian Wald chi2(4) = 41.66
 corr(u_i, X) = 0 (assumed) Prob > chi2 = 0

eva1_div_ta	Coef.	Std. Err.	z	P>z	[95% Conf. Interval]	
-------------	-------	-----------	---	-----	----------------------	--

ln_sales	0.019822	0.005785	3.43	0.001	0.008484	0.03116
de	-0.13444	0.036428	-3.69	0	-0.20584	-0.06305
rating	-0.04453	0.031389	-1.42	0.156	-0.10605	0.016996
dummy_inde~c	-0.07769	0.026941	-2.88	0.004	-0.1305	-0.02489
_cons	-0.05331	0.046466	-1.15	0.251	-0.14438	0.037763

Регрессия получилась значимой. Также значимы на уровне 5% коэффициенты при переменных размера, финансового рычага и электроэнергетической отрасли. Коэффициент при переменной общего рейтинга КУ отрицателен и незначим статистически.

Результаты регрессии для переменной EVA2/ТА на основе модели случайных эффектов:

Random effects	u_i	~	Gaussian	Wald	chi2(4)	=	50.34
corr(u_i, X)		=	0 (assumed)	Prob	> chi2	=	0

eva2_div_ta	Coef.	Std. Err.	z	P>z	[95% Conf. Interval]	
ln_sales	0.018636	0.00559	3.33	0.001	0.007679	0.029592
de	-0.15891	0.035604	-4.46	0	-0.22869	-0.08913
rating	-0.05369	0.030787	-1.74	0.081	-0.11403	0.006657
dummy_inde~c	-0.07937	0.025926	-3.06	0.002	-0.13018	-0.02855
_cons	-0.037	0.045002	-0.82	0.411	-0.1252	0.051198

В этом случае регрессия статистически более значима – результаты статистики Вальда выше (Wald chi2(4)=50.34). Значимы на уровне 5% коэффициенты при переменных размера, финансового рычага и электроэнергетической отрасли. Коэффициент при переменной общего рейтинга КУ значим только на уровне 10% (крайний уровень допустимости значимости влияния фактора или переменной), при этом он меньше нуля. То есть наблюдается отрицательная зависимость стратегической эффективности компании, измеренной через нормированную экономическую прибыль, от качества корпоративного управления.

Попытки построить регрессии для переменных экономической прибыли, нормированных по показателю рыночной капитализации собственного капитала, - EVA1/МСар и EVA2/МСар - не дали статистически значимых регрессий.

3.3. Дополнительные срезы анализа и спецификации модели

3.3.1. Спецификация модели для различных подвыборок:

Далее из выборки были исключены четыре компании, у которых отчетность по международным стандартам не была представлена за все три года (2004-2006 гг.), а имелась в этом стандарте только за последний период. Это Авиакомпания «ЮТэйр», компании «АвтоВаз», «ГАЗ» и «Казаньоргсинтез». В результате в выборке осталось 111 наблюдений из 123 первичных. На полученной выборке был снова проведен аналогичный регрессионный анализ зависимости различных показателей эффективности от общего рейтинга корпоративного управления компании.

В большинстве случаев результаты анализа для данной выборки практически совпадают с результатами для первоначальной, большой выборки. Результаты существенно отличаются только для переменной EVA2/ТА. применительно к регрессии со случайными эффектами.

Регрессия переменной EVA2/ТА:

Random							
effects	u_i	~	Gaussian	Wald	chi2(4)	=	44.21
corr(u_i, X)		=	0 (assumed)	Prob	> chi2	=	0

eva2_div_ta	Coef.	Std. Err.	z	P>z	[95% Conf. Interval]	
ln_sales	0.021618	0.00597	3.62	0	0.009917	0.033319
de	-0.13696	0.04033	-3.4	0.001	-0.21601	-0.05792
rating	-0.07195	0.03338	-2.16	0.031	-0.13737	-0.00652
dummy_inde~c	-0.07776	0.026497	-2.93	0.003	-0.12969	-0.02582
_cons	-0.05522	0.047578	-1.16	0.246	-0.14847	0.038036

Регрессия значима. Как видно из таблицы, стал значимым на уровне 5% коэффициент при переменной общего рейтинга (в общей выборке он получился значимым только на 10% уровне). Но этот коэффициент по-прежнему меньше нуля.

Для переменной EVA1 были получены следующие результаты:

Random
 effects u_i ~ Gaussian Wald chi2(5) = 53.89
 corr(u_i, X) = 0 (assumed) Prob > chi2 = 0

eva1	Coef.	Std. Err.	z	P>z	[95% Conf. Interval]	
ln_sales	404.8238	83.69982	4.84	0	240.7752	568.8725
rating	52.98563	437.182	0.12	0.904	-803.875	909.8466
dummy_gov	-1360.01	422.3668	-3.22	0.001	-2187.83	-532.187
dummy_indtr	999.8456	440.168	2.27	0.023	137.1321	1862.559
dummy_indog	1360.237	453.0029	3	0.003	472.3677	2248.107
_cons	-2619.62	606.3508	-4.32	0	-3808.05	-1431.2

Регрессия получилась значимой. Также значимы на уровне 5% коэффициенты при переменных размера, гос. собственности, транспортной и нефтегазовой отраслей. Коэффициент при переменной общего рейтинга положителен, но статистически незначим.

Для переменной EVA2 были получены следующие результаты:

Random
 effects u_i ~ Gaussian Wald chi2(5) = 54.37
 corr(u_i, X) = 0 (assumed) Prob > chi2 = 0

eva2	Coef.	Std. Err.	z	P>z	[95% Conf. Interval]	
ln_sales	400.5712	82.79014	4.84	0	238.3055	562.8369
rating	39.9442	435.4062	0.09	0.927	-813.436	893.3248
dummy_gov	-1358.67	417.288	-3.26	0.001	-2176.54	-540.799
dummy_indtr	1002.717	435.0489	2.3	0.021	150.0373	1855.398
dummy_indog	1367.054	447.5976	3.05	0.002	489.7785	2244.329

_cons	-2587.38	599.8396	-4.31	0	-3763.04	-1411.71
-------	----------	----------	-------	---	----------	----------

Результаты аналогичны предыдущему случаю. Коэффициент при переменной общего рейтинга положителен, но статически незначим.

Ниже представлены результаты регрессии для переменной EVA1/ТА:

Random effects	u_i	~	Gaussian	Wald	chi2(4)	=	31.92
corr(u_i, X)		=	0 (assumed)	Prob	> chi2	=	0

eva1_div_ta	Coef.	Std. Err.	z	P>z	[95% Conf. Interval]	
de	-0.23552	0.052465	-4.49	0	-0.33835	-0.13269
rating	-0.067	0.04778	-1.4	0.161	-0.16064	0.026651
capex_div_ta	-0.32913	0.128935	-2.55	0.011	-0.58184	-0.07643
dummy_indtr	-0.07762	0.028998	-2.68	0.007	-0.13446	-0.02079
_cons	0.11389	0.031667	3.6	0	0.051824	0.175957

Регрессия получилась значимой. Также значимы на уровне 5% коэффициенты при переменных финансового рычага, уровня капитальных инвестиций и транспортной отрасли. Коэффициент при переменной общего рейтинга незначим.

Далее результаты регрессии для переменной EVA2/ТА:

Random effects	u_i	~	Gaussian	Wald	chi2(5)	=	37.09
corr(u_i, X)		=	0 (assumed)	Prob	> chi2	=	0

eva2_div_ta	Coef.	Std. Err.	z	P>z	[95% Conf. Interval]	
de	-0.26082	0.051672	-5.05	0	-0.36209	-0.15954
rating	-0.09097	0.048041	-1.89	0.058	-0.18513	0.003185
capex_div_ta	-0.2852	0.125071	-2.28	0.023	-0.53033	-0.04006
dummy_indtr	-0.08276	0.028726	-2.88	0.004	-0.13907	-0.02646
dummy_indcr	-0.05333	0.030334	-1.76	0.079	-0.11279	0.006121
_cons	0.139784	0.033121	4.22	0	0.074868	0.204701

Регрессия значима. Значимы на уровне 5% коэффициенты при переменных финансового рычага, уровня капиталовложений и транспортной отрасли. Коэффициент при переменной общего рейтинга значим только на уровне 10%, при этом он меньше нуля. То есть наблюдается отрицательная зависимость корпоративной эффективности от качества корпоративного управления.

3.3.2. Модель с бухгалтерскими показателями доходности (рентабельности)

Показатель экономической прибыли, входящий в систему современной финансовой аналитики стратегических решений компании, является инструментом оценивания **стратегической эффективности**, то есть комплексным показателем, улавливающим как операционный результат года (в виде бухгалтерской прибыли), так и инвестиционные риски в виде затрат на капитала, или требуемой доходности инвестированного капитала. Для получения дополнительной картины, сфокусированной **только на операционном** результате, аналогичные регрессии были построены для бухгалтерских показателей доходности капитала. В частности, для значения бухгалтерской рентабельности (доходности) собственного капитала $ROE = NetIncome/Equity$ регрессия принимает вид:

$$NetIncome/Equity_{it} = a + ridrating_{it} \cdot \beta_1 + size \cdot \beta_2 + risk \cdot \beta_3 + de \cdot \beta_4 + dummy_gov \cdot \beta_5 + dummy_ind_k \cdot \beta_k + \varepsilon_{it}$$

Для сравнения результатов была построена альтернативная модель исследования, в которой в качестве зависимой переменной выступали по очереди разные показатели *бухгалтерской доходности* капитала. Был проведен регрессионный анализ такого же типа с новым набором зависимых переменных (для различных бухгалтерских показателей доходности / рентабельности).

Результаты регрессии для случая, когда зависимая переменная представлена показателем бухгалтерской доходности совокупного капитала (return on assets, ROA):

Random effects	u_i	~	Gaussian	Wald	chi2(4)	=	56.38
corr(u_i, X)		=	0 (assumed)	Prob	> chi2	=	0

roa	Coef.	Std. Err.	z	P>z	[95% Conf. Interval]	
de	-0.13991	0.038381	-3.65	0	-0.21514	-0.06469
rating	-0.06886	0.033907	-2.03	0.042	-0.13532	-0.00241
dummy_indog	0.074382	0.029997	2.48	0.013	0.015588	0.133175
dummy_indmm	0.112499	0.024393	4.61	0	0.06469	0.160307
_cons	0.140315	0.020114	6.98	0	0.100893	0.179737

Регрессия получилась значимой. Также значимы на уровне 5% коэффициенты при переменных финансового рычага, нефтегазовой и металлургической отраслей. Коэффициент при переменной общего рейтинга значим на уровне 5% и отрицателен. Вновь наблюдается отрицательная зависимость эффективности использования активов компании от качества корпоративного управления.

Результаты анализа для случая, когда зависимая переменная представлена показателем бухгалтерской доходности совокупного капитала, рассчитанным через прибыль до процентов и налогов (ЕБИТ/ТА):

Random effects	u_i	~	Gaussian	Wald	chi2(4)	=	37.86
corr(u_i, X)		=	0 (assumed)	Prob	> chi2	=	0

ebit_to_ta	Coef.	Std. Err.	z	P>z	[95% Conf. Interval]	
de	-0.14448	0.046667	-3.1	0.002	-0.23594	-0.05301
rating	-0.04614	0.039952	-1.15	0.248	-0.12445	0.032165
dummy_indog	0.107037	0.03947	2.71	0.007	0.029677	0.184397
dummy_indmm	0.113124	0.032289	3.5	0	0.049838	0.176409
_cons	0.175839	0.02511	7	0	0.126624	0.225054

Регрессия значима. На уровне 5% значимы коэффициенты при переменных финансового рычага, нефтегазовой и металлургической отраслей. Коэффициент при переменной общего рейтинга незначим.

Результаты регрессии для случая, когда зависимая переменная представлена показателем бухгалтерской доходности инвестированного капитала (ЕБИТ/СЕ):

Random effects		u_i	~	Gaussian	Wald	chi2(3)	=	26.34
corr(u_i, X)			=	0 (assumed)	Prob	> chi2	=	0
ebit_to_ce	Coef.	Std. Err.	z	P>z	[95% Conf. Interval]			
de	-0.31441	0.066024	-4.76	0	-0.44381	-0.185		
rating	-0.02569	0.057866	-0.44	0.657	-0.13911	0.087724		
dummy_inde~c	-0.14187	0.051119	-2.78	0.006	-0.24206	-0.04168		
_cons	0.306519	0.036252	8.46	0	0.235466	0.377572		

Регрессия значима. Также значимы на уровне 5% коэффициенты при переменных финансового рычага и электроэнергетической отрасли. Коэффициент при переменной общего рейтинга незначим.

Результаты для случая, когда зависимая переменная представлена показателем бухгалтерской доходности инвестированного капитала на основе прибыли до процентов, но после налога на прибыль (ЕБИАТ/СЕ):

Random effects		u_i	~	Gaussian	Wald	chi2(3)	=	26.34
corr(u_i, X)			=	0 (assumed)	Prob	> chi2	=	0
ebiat_to_ce	Coef.	Std. Err.	z	P>z	[95% Conf. Interval]			
de	-0.23895	0.050178	-4.76	0	-0.3373	-0.1406		
rating	-0.01953	0.043978	-0.44	0.657	-0.10572	0.06667		
dummy_inde~c	-0.10782	0.03885	-2.78	0.006	-0.18397	-0.03168		
_cons	0.232955	0.027552	8.46	0	0.178954	0.286955		

Регрессия значима. Также значимы на уровне 5% коэффициенты при переменных финансового рычага и электроэнергетической отрасли. Коэффициент при переменной общего рейтинга незначим.

3.3.3. Анализ относительно отдельных компонентов рейтинга.

На этой же выборке был проведен аналогичный регрессионный анализ всех зависимых переменных от *четырех компонентов* общего рейтинга. Результаты чаще всего похожи на те, что были получены по общему рейтингу.

- По компоненте "Права акционера": нормированные показатели экономической прибыли (EVA1/TA, EVA2/TA) отрицательно зависят от рейтинга (результат значим на уровне 5%).
- По компоненте "Органы управления": регрессии для показателей экономической прибыли не значимы. В этом случае был проведен дополнительно регрессионный анализ для показателя бухгалтерской доходности активов (return on assets, ROA). ROA отрицательно зависит от рейтинга, и результат значим на уровне 5%.
- По компоненте "Раскрытие информации" нет значимых на уровне 5% зависимостей от рейтинга (не значимы либо коэффициенты, либо сами регрессии).
- По компоненте "Корпоративная социальная ответственность" бухгалтерская доходность активов (return on assets, ROA) положительно зависит от рейтинга на уровне 6%.

Результаты регрессии ROA на четвертый компонент – КСО – или rating4:

Random						
effects	u_i	~	Gaussian	Wald	chi2(2)	= 24.61
corr(u_i, X)		=	0 (assumed)	Prob	> chi2	= 0
roa	Coef.	Std. Err.	z	P>z	[95% Conf. Interval]	
de	-0.18757	0.041407	-4.53	0	-0.26872	-0.10641
rating4	0.073745	0.037881	1.95	0.052	-0.0005	0.14799
_cons	0.11964	0.020538	5.83	0	0.079387	0.159894

4. Выводы

1. Советы директоров должны решать стратегические задачи и их главная роль – обеспечение стратегической эффективности компаний. Измерение стратегической эффективности необходимо осуществлять через показатели, выходящие за пределы бухгалтерских принципов составления данных. Используемая модель основана на показателе экономической прибыли. Практически во всех спецификациях получена *отрицательная* зависимость показателя совокупного рейтинга КУ и этого показателя стратегической эффективности.

2. Наличие отрицательной зависимости можно рассматривать как индикатор существующего состояния деятельности советов директоров в рассмотренной выборке российских компаний, свидетельствующий о том, что данные советы пока *не фокусируют* свои действия именно на задаче обеспечения **стратегической** эффективности, а решают задачи иного плана:

- a. Приведение в порядок организационных структур советов директоров и механизмов их работы.
- b. Создание регламентов, устранение конфликта регламентов, процедур и механизмов.
- c. Выстраивание и подбор состава советов директоров.

3. После завершения полосы «строительства» советы начнут концентрироваться на вопросах стратегической эффективности. Для этого помимо регламентов и процедур нужны правильно выстроенные коммуникации в компании, направленные на постепенное внедрение философии стоимостного мышления, которое нацелено на увязывание управленческих рутин с целевыми заданиями по приросту экономической прибыли, а также необходимы информация и процедуры стратегического анализа. Такие процессы начаты в ряде компаний. Об этом свидетельствует тот факт, например, что значительное число компаний закрепляют зависимость размера вознаграждений, выплачиваемых как высшему менеджменту, так и членам совета директоров, от достигнутого компанией уровня капитализации. Одновременно в ряде компаний обсуждаются схемы вознаграждения на приросты экономических прибылей, а также процедуры регулярной оценки подлинной стоимости компании на основе методологии дисконтированного потока денежных средств по заданию совета директоров. Это означает, что работа совета директоров, в частности, настраивается на задачу прироста

стоимости. Достижение устойчивости такого прироста потребует фокусирования деятельности именно на внутренней стратегической эффективности, а не только на внешнем аспекте наращивания рыночной капитализации.

5. Основные направления развития исследования

Развитие исследования возможно в будущем в *пределах уже использованной* модели на выборке компаний с МСФО или GAAP за счет следующих подходов:

1. Учитывая, что решения советов директоров, направленные на обеспечение и достижение стратегической эффективности, действуют с некоторым лагом во времени, в дальнейшем предлагается исследовать *лагированные переменные*. Это потребует введения лага с шагом минимум 1 год, когда зависимая переменная в текущем году будет сопоставляться с переменной рейтинга КУ, присвоенного годом ранее. Проблема заключается в том, что при построении такой модели с временным лагом на *имеющейся* в настоящее время выборке из 41 компании, с рейтингом «РИД – Эксперт РА» и данными отчетности по МСФО или GAAP США, мы существенно сужаем ее объем (сейчас всего 123 наблюдения), и поэтому не можем пока получить статистически значимых результатов.

Нами была предпринята *пробная попытка* регрессионного анализа с лагированными переменными. Ее результаты представлены в Приложении 4 для регрессии со случайными эффектами.

2. Учитывая разные наличие нескольких подходов к расчетам затрат на собственный капитал (K_e) на растущих рынках, в будущем можно ввести в расчет экономической прибыли и иные подходы по сравнению с примененным в данном исследовании так называемом гибридным подходом, который опирается на данные о рыночной премии и факторе бета с рынков развитых стран. В будущем можно обсуждать использование так называемой *национальной модели CAPM*, требующей национальной премии за рыночные риски и бета, рассчитанного из регрессии доходности национальных компаний относительно национальной рыночной премии. Данный подход более трудоемок. И требует существенных усилий для сбора данных по истории доходностей акций компаний из выборки за не менее

2.5-3 года до первого года анализа, а также консенсуса по показателям премии за рыночные риски.

3. Возможна апробация *дополнительных переменных* за счет введения новых дамми-переменных, то есть качественных переменных.

4. Возможна модель, в которой качество корпоративного управления будет увязано с *затратами на капитал* как зависимой переменной.

Литература

1. Ивашковская И.В. Управление стоимостью компании: вызовы российскому менеджменту//Российский журнал менеджмента, 2004, № 4.
2. Ивашковская И.В., Константинов Г.Н. Баланс интересов и стратегия компании//Журнал для акционеров, 2002, № 1.
3. Ивашковская И.В., Пономарева М.О., Сеттлз А. Деятельность советов директоров и стратегическая эффективность. // Проблемы теории и практики управления, 2007, №8
4. Adjaodi F., Zeghal D., Andaleeb S. The Effect of Board Quality on Performance: a Study of Canadian Firms. "Corporate Governance ", 2007, vol15., №4
5. Ashbaugh-Skaife H., Collins D.W., LaFond R.//Corporate Governance and the Cost of Equity Capital. University of Iowa Press, 2004, December.
6. Bhagat S., Black B. S. The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance//Business Lawyer, Vol. 54.
7. Black B. The Corporate Governance Behavior and Market Value of Russian Firms//Emerging Markets Review, Vol. 2.
8. Black B.S., Love I. Rachinsky A. Corporate Governance and Firms' Market Values: Time Series Evidence from Russia//Emerging Markets Review, Vol. 7.
9. Dalton C. M. M., Dalton D. R. Boards of Directors: Utilizing Empirical Evidence in Developing Practical Prescriptions//The British Journal of Management, Vol. 16, No. 1.
10. Durnev A., Han Kim E.H. To Steal or Not to Steal: Firm Attributes, Legal Environment, and Valuation//The Journal of Finance, Vol. 60.
11. La Porta R., Lopez de Silanes F., Shleifer A., Vishny R. W. Investor Protection and Corporate Governance//The Journal of Financial Economics, 2000, № 10.
12. Leblanc R. Gillies J. Inside the Boardroom: How Boards Really Work and the Coming Revolution in Corporate Governance. – Toronto: Wiley 2005.
13. Smith B. F., Amoako-Adu B. Relative Prices of Dual Class Shares//The Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 30, No. 2.

Приложения

Приложение 1.

Значения показателей экономической прибыли компаний выборки (отчетность по МСФО/ GAAP США)

ID	Company Name	Year	EVA1	EVA2	EVA1_div_TA	EVA2_div_TA	EVA1_div_MCap	EVA2_div_MCap
2	Волгателеком	2004	-6,11314	-12,0912	-0,00525	-0,01038	-0,00621	-0,01227
3	РБК Информационные системы	2004	-1,85053	-2,31375	-0,01592	-0,01991	-0,00605	-0,00756
4	Ростелеком	2004	-100,345	-98,4947	-0,04318	-0,04238	-0,07525	-0,07386
5	Северо-западный телеком	2004	-97,581	-92,8279	-0,07725	-0,07348	-0,1737	-0,16524
6	Уралсвязьинформ	2004	-31,5543	-49,562	-0,01825	-0,02867	-0,02281	-0,03583
7	Центр Телеком	2004	-110,167	-118,086	-0,07441	-0,07976	-0,19385	-0,20778
8	ЮТК	2004	-109,344	-97,5933	-0,07423	-0,06625	-0,40074	-0,35767
11	Авиакомпания "ЮТэйр"	2004	-12,2808	-11,2455	-0,05635	-0,0516	-0,32733	-0,29973
13	ММК	2004	568,2916	568,2916	0,09904	0,09904	0,147302	0,147302
14	Славнефть	2004	915,1473	921,214	0,175166	0,176327	0,29614	0,298103
15	Силовые машины	2004	-4,95823	-4,50805	-0,00614	-0,00558	-0,01746	-0,01587
17	Аэрофлот	2004	89,04094	80,57926	0,065342	0,059132	0,063629	0,057582
18	Вимм-Билль-Данн	2004	3,111634	2,918196	0,003909	0,003666	0,00544	0,005102
19	Иркут	2004	67,62028	58,83034	0,0738	0,064206	0,131062	0,114025
20	МГТС	2004	-47,789	-49,8366	-0,03586	-0,0374	-0,04254	-0,04436
21	МТС	2004	737,788	713,2999	0,132192	0,127804	0,053524	0,051747
22	Мосэнерго	2004	-184,159	-187,84	-0,03942	-0,04021	-0,04417	-0,04505
23	Лукойл	2004	2345,437	2332,249	0,078809	0,078366	0,090857	0,090346
24	НЛМК	2004	1151,947	1151,85	0,22299	0,222971	0,200417	0,2004
25	РАО ЕЭС	2004	-1076,94	-904,327	-0,02649	-0,02224	-0,08821	-0,07407
35	Белон	2004	27,26298	27,26298	0,126504	0,126504	0,264784	0,264784
45	Новосибирскэнерго	2004	10,61884	11,07848	0,023624	0,024646	0,042951	0,04481
50	Газпромнефть	2004	1222,815	1211,872	0,11915	0,118083	0,085969	0,0852
51	ГМК "Норильский никель"	2004	1092,821	1090,425	0,080166	0,07999	0,093913	0,093707
53	Иркутскэнерго	2004	-97,7332	-96,3251	-0,05839	-0,05755	-0,09834	-0,09692
55	Концерн "Калина"	2004	6,57049	6,277046	0,03967	0,037898	0,037802	0,036113
62	Новошип	2004	39,79719	41,14098	0,027752	0,028689	0,113858	0,117703
63	Объединенные	2004	-44,1147	-42,1232	-0,04896	-0,04675	-0,35505	-0,33902

ID	Company Name	Year	EVA1	EVA2	EVA1_div_TA	EVA2_div_TA	EVA1_div_MCap	EVA2_div_MCap
	машиностроительные заводы							
67	Северсталь	2004	768,7536	777,0116	0,116768	0,118022	0,213632	0,215927
70	Стальная группа "Мечел"	2004	243,947	242,0792	0,066321	0,065813	0,097672	0,096924
71	Татнефть	2004	65,31704	115,8427	0,005849	0,010373	0,020057	0,035572
73	Уралкалий	2004	57,19591	55,9551	0,116608	0,114078	0,062613	0,061254
77	Автоваз	2004	-194,997	-166,217	-0,03259	-0,02778	-0,21618	-0,18427
79	Балтика	2004	60,50396	58,37979	0,057983	0,055947	0,028235	0,027244
82	ГАЗ	2004	-13,8437	-11,483	-0,02308	-0,01915	-0,08661	-0,07185
86	Казаньоргсинтез	2004	47,13705	46,97543	0,145549	0,14505	0,144895	0,144398
92	Красноярская ГЭС	2004	-16,3889	-16,3889	-0,10718	-0,10718	-0,03352	-0,03352
94	Мегафон	2004	32,7784	32,7784	0,011746	0,011746	0,038176	0,038176
103	Приморское морское пароходство	2004	-43,6359	-32,4926	-0,06202	-0,04618	-0,32875	-0,2448
117	Транснефть	2004	498,854	498,854	0,038545	0,038545	0,049635	0,049635
153	Центральный телеграф	2004	-2,84938	-2,68093	-0,02061	-0,01939	-0,06681	-0,06286
2	Волгателеком	2005	5,54568	-7,48096	0,004311	-0,00582	0,004425	-0,00597
	РБК							
3	Информационные системы	2005	7,808205	7,020758	0,057152	0,051388	0,010134	0,009112
4	Ростелеком	2005	-49,4966	-49,4561	-0,02178	-0,02176	-0,02872	-0,0287
5	Северо-западный телеком	2005	-66,4356	-68,3482	-0,04653	-0,04787	-0,06663	-0,06855
6	Уралсвязьинформ	2005	-12,6468	-41,5852	-0,00693	-0,02278	-0,00901	-0,02963
7	Центр Телеком	2005	-63,5093	-122,587	-0,04622	-0,08921	-0,06121	-0,11815
8	ЮТК	2005	-98,0549	-114,083	-0,071	-0,0826	-0,18887	-0,21975
11	Авиакомпания "ЮТэйр"	2005	-20,5011	-22,4805	-0,08245	-0,09041	-0,26907	-0,29505
13	ММК	2005	536,7975	534,904	0,110589	0,110199	0,137408	0,136923
14	Славнефть	2005	1272,524	1254,94	0,231129	0,227935	0,167288	0,164976
15	Силовые машины	2005	-52,267	-51,5692	-0,07301	-0,07204	-0,10901	-0,10755
17	Аэрофлот	2005	101,0974	93,95501	0,062321	0,057918	0,063879	0,059366
18	Вимм-Билль-Данн	2005	27,60474	26,47577	0,029987	0,028761	0,032591	0,031258
19	Иркут	2005	70,54545	67,9464	0,057831	0,0557	0,074225	0,071491
20	МГТС	2005	32,02915	25,89583	0,024446	0,019764	0,019226	0,015544
21	МТС	2005	778,3453	732,6292	0,10315	0,097091	0,058149	0,054734
22	Мосэнерго	2005	-92,5459	-97,3863	-0,05143	-0,05412	-0,02214	-0,02329
23	Лукойл	2005	4120,67	4101,525	0,102136	0,101661	0,08156	0,081181
24	НЛМК	2005	889,1816	889,0245	0,146946	0,14692	0,103751	0,103733
25	РАО ЕЭС	2005	-1163,86	-1031,99	-0,02755	-0,02443	-0,06412	-0,05686
35	Белон	2005	13,95332	13,95332	0,041783	0,041783	0,096263	0,096263
45	Новосибирскэнерго	2005	30,05498	29,0552	0,061927	0,059867	0,067811	0,065555
50	Газпромнефть	2005	1548,993	1536,349	0,145588	0,1444	0,085974	0,085272

ID	Company Name	Year	EVA1	EVA2	EVA1_div_TA	EVA2_div_TA	EVA1_div_MCap	EVA2_div_MCap
51	ГМК "Норильский никель"	2005	1374,173	1367,277	0,093291	0,092823	0,072508	0,072144
53	Иркутскэнерго	2005	-83,9293	-85,1348	-0,04919	-0,0499	-0,04532	-0,04597
55	Концерн "Калина"	2005	6,442484	4,177799	0,022808	0,01479	0,017339	0,011244
62	Новошип	2005	37,55522	38,85727	0,024392	0,025238	0,057593	0,059589
63	Объединенные машиностроительные заводы	2005	-13,2372	-13,5128	-0,01591	-0,01625	-0,06584	-0,06721
67	Северсталь	2005	465,2389	490,8407	0,043282	0,045663	0,085632	0,090344
70	Стальная группа "Мечел"	2005	118,5385	114,2844	0,032927	0,031745	0,036744	0,035425
71	Татнефть	2005	538,6629	540,8964	0,054872	0,0551	0,072397	0,072697
73	Уралкалий	2005	210,3673	204,4082	0,25924	0,251896	0,082521	0,080183
77	Автоваз	2005	-24,852	-14,1824	-0,00649	-0,0037	-0,0219	-0,0125
79	Балтика	2005	141,884	138,9095	0,073954	0,072404	0,03543	0,034687
82	ГАЗ	2005	55,45172	52,21176	0,033493	0,031536	0,066785	0,062883
86	Казаньоргсинтез	2005	29,71532	21,98042	0,052323	0,038703	0,036645	0,027106
92	Красноярская ГЭС	2005	-16,8105	-16,8105	-0,10754	-0,10754	-0,02047	-0,02047
94	Мегафон	2005	158,7407	158,7407	0,043644	0,043644	0,126732	0,126732
103	Приморское морское пароходство	2005	-45,911	-30,2781	-0,04537	-0,02992	-0,25156	-0,1659
117	Транснефть	2005	871,3333	871,3333	0,059866	0,059866	0,075508	0,075508
153	Центральный телеграф	2005	-2,02268	-2,69528	-0,01382	-0,01841	-0,03226	-0,04299
2	Волгателеком	2006	-25,256	-43,5121	-0,01629	-0,02806	-0,01375	-0,02369
3	РБК Информационные системы	2006	11,91803	6,646767	0,038228	0,02132	0,008963	0,004999
4	Ростелеком	2006	-195,442	-203,646	-0,07511	-0,07827	-0,03031	-0,03158
5	Северо-западный телеком	2006	-75,4512	-82,9975	-0,04418	-0,0486	-0,04446	-0,04891
6	Уралсвязьинформ	2006	-57,1858	-108,81	-0,02762	-0,05255	-0,0231	-0,04396
7	Центр Телеком	2006	15,30228	-45,0506	0,009724	-0,02863	0,010244	-0,03016
8	ЮТК	2006	-55,2717	-68,1447	-0,03845	-0,04741	-0,07794	-0,09609
11	Авиакомпания "ЮТэйр"	2006	-7,49467	-19,846	-0,02203	-0,05833	-0,03329	-0,08816
13	ММК	2006	759,9062	721,7297	0,141589	0,134475	0,082167	0,078039
14	Славнефть	2006	525,1351	517,0911	0,092213	0,090801	0,073637	0,072509
15	Силовые машины	2006	-179,391	-185,118	-0,24878	-0,25672	-0,13328	-0,13754
17	Аэрофлот	2006	160,6707	143,3272	0,066776	0,059568	0,066058	0,058928
18	Вимм-Билль-Данн	2006	61,1519	58,12717	0,052003	0,049431	0,025269	0,024019
19	Иркут	2006	8,838725	5,820139	0,006	0,003951	0,008731	0,005749
20	МГТС	2006	23,18759	-0,5919	0,011213	-0,00029	0,010044	-0,00026
21	МТС	2006	1173,32	1160,486	0,136847	0,13535	0,068057	0,067312
22	Мосэнерго	2006	148,157	119,1297	0,051348	0,041288	0,026093	0,02098

ID	Company Name	Year	EVA1	EVA2	EVA1_div_TA	EVA2_div_TA	EVA1_div_MCap	EVA2_div_MCap
23	Лукойл	2006	4285,293	4242,393	0,088838	0,087949	0,057285	0,056711
24	НЛМК	2006	961,3975	952,0641	0,11029	0,109219	0,068261	0,067599
25	РАО ЕЭС	2006	-1945,52	-1987,22	-0,03318	-0,03389	-0,04206	-0,04296
35	Белон	2006	-41,3185	-44,0098	-0,0598	-0,06369	-0,10663	-0,11357
45	Новосибирскэнерго	2006	102,2013	104,1605	0,097102	0,098963	0,131326	0,133843
50	Газпромнефть	2006	2255,001	2232,429	0,159905	0,158305	0,1043	0,103256
51	ГМК "Норильский никель"	2006	4163,05	4157,491	0,255731	0,25539	0,1391	0,138914
53	Иркутскэнерго	2006	-175,664	-178,082	-0,06302	-0,06389	-0,04755	-0,0482
55	Концерн "Калина"	2006	-0,49157	-3,46991	-0,00167	-0,01175	-0,00098	-0,00691
62	Новошип	2006	51,99903	53,77042	0,026014	0,026901	0,061676	0,063777
63	Объединенные машиностроительные заводы	2006	4,08572	-0,29322	0,004475	-0,00032	0,010035	-0,00072
67	Северсталь	2006	-309,235	-304,673	-0,01644	-0,0162	-0,02709	-0,02669
70	Стальная группа "Мечел"	2006	159,1813	156,5564	0,035779	0,035189	0,046072	0,045312
71	Татнефть	2006	181,7114	183,7417	0,014976	0,015143	0,0173	0,017494
73	Уралкалий	2006	70,07906	41,38867	0,055841	0,03298	0,021421	0,012651
77	Автоваз	2006	46,98755	47,5137	0,010483	0,0106	0,023128	0,023387
79	Балтика	2006	205,2115	201,7547	0,083072	0,081672	0,026802	0,02635
82	ГАЗ	2006	133,5085	111,6389	0,061738	0,051625	0,096864	0,080997
86	Казаньоргсинтез	2006	1,900529	-17,7091	0,001781	-0,0166	0,00163	-0,01519
92	Красноярская ГЭС	2006	-16,6481	-16,6481	-0,08529	-0,08529	-0,01351	-0,01351
94	Мегафон	2006	450,8367	450,8367	0,096749	0,096749	0,199212	0,199212
103	Приморское морское пароходство	2006	-73,5937	-28,5925	-0,06656	-0,02586	-15,4732	-6,01163
117	Транснефть	2006	598,8689	598,8689	0,027384	0,027384	0,040935	0,040935
153	Центральный телеграф	2006	-4,73066	-6,23244	-0,02375	-0,03129	-0,05656	-0,07452

Приложение 2.

Значения присвоенных компаниям выборки рейтингов корпоративного управления «РИД - Эксперт РА»

Company ID *	Company Name	2004 RID rating	2005 RID rating	2006 RID rating
2	Волгателеком	0,675338457	0,688821603	0,774
3	РБК Информационные системы	0,623457357	0,623457357	0,438978628
4	Ростелеком	0,698020341	0,758513364	0,822
5	Северо-западный телеком	0,720817085	0,679019039	0,675
6	Уралсвязьинформ	0,714514484	0,739176683	0,763
7	Центр Телеком	0,705301886	0,70431415	0,7861
8	ЮТК	0,63993989	0,704974261	0,7774
11	Авиакомпания "ЮТэйр"	0,585176994	0,585176994	0,5227
13	ММК	0,411738552	0,694109463	0,7497
14	Славнефть	0,517250539	0,55324643	0,5275
15	Силовые машины	0,571528118	0,571528118	0,503662745
17	Аэрофлот	0,482953809	0,5706373	0,4948
18	Вимм-Билль-Данн	0,338740274	0,463711395	0,449475741
19	Иркут	0,155639486	0,684478153	0,6307
20	МГТС	0,287308514	0,550091162	0,5677
21	МТС	0,402602387	0,543436686	0,587430794
22	Мосэнерго	0,422615224	0,690533902	0,6526
23	Лукойл	0,509691431	0,679619534	0,6164
24	НЛМК	0,216289716	0,508280801	0,6384
25	РАО ЕЭС	0,391684338	0,316292387	0,6814
35	Белон	0,345418834	0,41838278	0,3582
45	Новосибирскэнерго	0,32287147	0,32287147	0,3998
50	Газпромнефть	0,288364009	0,666331042	0,4991
51	ГМК "Норильский никель"	0,385952249	0,452385407	0,4721
53	Иркутскэнерго	0,358626465	0,403930033	0,5013
55	Концерн "Калина"	0,10862315	0,456843194	0,4007

Company ID *	Company Name	2004 RID rating	2005 RID rating	2006 RID rating
62	Новошип	0,096660298	0,096660298	0,2362
63	Объединенные машиностроительные заводы	0,234042565	0,339244284	0,4314
67	Северсталь	0,155765235	0,529713164	0,4872
70	Стальная группа "Мечел"	0,278654731	0,546880387	0,5239
71	Татнефть	0,293215032	0,448699024	0,5807
73	Уралкалий	0,157490623	0,270962281	0,3395
77	Автоваз	0,010052608	0,280178566	0,1796
79	Балтика	0,255690407	0,322350944	0,2081
82	ГАЗ	0,062845263	0,249164829	0,2467
86	Казаньоргсинтез	0,272342961	0,253887773	0,2471
92	Красноярская ГЭС	-0,004659737	0,205215673	0,1854
94	Мегафон	0,323451862	0,300012054	0,2246
103	Приморское морское пароходство	-0,033999352	0,026726726	0,1265
117	Транснефть	0,290407705	0,111282877	0,1815
153	Центральный телеграф	0,447677842	0,45163516	0,30886204

** Номера компаний (Company ID) в данной таблице соответствуют номерам компаний, приведенным в таблице Приложения 1.*

Приложение 3.

Характеристики выборки: дескриптивные статистики

Выборка включает 41 компанию и покрывает 3 года с 2004 по 2006 гг. Ограниченный выбор компаний определяется природой и историей рейтинга корпоративного управления «РИД – Эксперт РА». Необходимость формирования панельных данных требует существования рейтинга КУ на протяжении всего рассматриваемого периода и одновременно отчетности в требуемом формате. Таким образом, выборка включает 123 наблюдения.

Компании в выборке различаются по размеру. Это видно как на показателях выручки, так и совокупных активов. Рентабельность активов компаний также отличается и варьируется от отрицательных 18% до положительных 37%. Структура капитала представленных в выборке компаний разнородна. Средний показатель финансового рычага (D/E) составляет 26%. При этом есть компании, которые вообще не используют заемный капитал, а есть компании, которые финансируют свою деятельность практически с равными долями собственного и заемного капитала (максимальный показатель $D/E=76\%$)

В выборке представлены компании с государственным участием и без него. Причем, компании без государственного участия, занимают большую долю в выборке (61% от общего числа компаний). Компании без государственного участия в среднем меньше по размеру, но более рентабельные. Финансовый рычаг в среднем одинаков и находится на уровне 26%. Интересно отметить, что рейтинг корпоративного управления в компаниях с государственным участием в среднем выше, чем в компаниях с исключительно частным капиталом. Показатель экономической прибыли в среднем выше в компаниях, где отсутствует государственное долевое участие в капитале.

Компании в выборке представляют семь основных отраслей. Учитывая, что выборка в целом включает ограниченное число компаний, некоторые отрасли вынужденно представлены лишь несколькими корпорациями.

Ниже представлены таблицы (1-10) с описательной статистикой основных финансовых показателей деятельности компаний, а также рейтинга корпоративного управления:

Obs – количество наблюдений

Mean - среднее

Std dev - стандартное отклонении соответствующего показателя

Min -минимум

Max - максимум

Sales – выручка от реализации

Net income – чистая прибыль

EBIT – прибыль до выплаты процентов и налогов на прибыль

ROS – рентабельность продаж

ROA – доходность совокупных активов

EVA – экономическая прибыль

Rating – значение рейтинга «РИД – Эксперт РА»

Таблица 1. Описательная статистика: вся выборка

Vari able	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
sales	123	4329. 916	8194. 729	37. 2684	54114. 02
NetIncome	123	640. 305	1242. 771	-132. 211	7484
ebit	123	916. 0642	1663. 584	-158. 706	10200
ROS	123	. 1330648	. 119688	-. 2283153	. 5651689
roa	123	. 0967498	. 0893957	-. 1833514	. 3678973
assets	123	5404. 261	9813. 057	116. 2372	58628. 93
de	123	. 2649081	. 2077096	0	. 7589455
eva1	123	267. 3943	813. 313	-1945. 521	4285. 293
rating	123	. 4394927	. 2045797	. 0046597	. 822

Таблица 2. Описательная статистика: компании с государственным участием

Vari able	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
sales	48	4847. 239	7385. 075	70. 81689	32929. 48
NetIncome	48	570. 7825	883. 8128	-50. 6402	3660. 842
ebit	48	876. 8598	1174. 836	15. 3872	4365. 856
ROS	48	. 1175053	. 118019	-. 0504062	. 5651689
roa	48	. 0761148	. 0713439	-. 0368522	. 2636334
assets	48	6881. 324	11712. 94	138. 271	58628. 93
de	48	. 2743984	. 220097	. 0206527	. 7294932
eva1	48	115. 0932	640. 8853	-1945. 521	2255. 001
rating	48	. 536045	. 2031583	. 0966603	. 822

Таблица 3. Описательная статистика: компании без государственного участия

Vari able	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
sales	75	3998. 83	8705. 638	37. 2684	54114. 02
NetIncome	75	684. 7994	1430. 049	-132. 211	7484
ebit	75	941. 1549	1919. 474	-158. 706	10200
ROS	75	. 1430228	. 1204709	-. 2283153	. 5185282
roa	75	. 1099562	. 0974144	-. 1833514	. 3678973
assets	75	4458. 941	8324. 752	116. 2372	48237
de	75	. 2588343	. 2006606	0	. 7589455
eva1	75	364. 8669	897. 2169	-309. 2353	4285. 293
rating	75	. 3776993	. 1812997	. 0046597	. 7497

Таблица 4. Описательная статистика: компании транспортной отрасли

Vari able	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
sales	15	1998. 277	2469. 766	149. 202	7448. 711
NetIncome	15	431. 0806	677. 8744	3. 73	1898. 689
ebit	15	618. 7157	1038. 247	3. 0764	3018. 348
ROS	15	. 1936852	. 162482	. 0113561	. 5651689
roa	15	. 0797227	. 0486292	. 0171158	. 1588476
assets	15	4223. 864	6609. 851	217. 927	21869. 33
de	15	. 2991058	. 2490375	. 0220858	. 7589455
eva1	15	149. 72	279. 0542	-73. 59375	871. 3333
rating	15	. 2960922	. 2185556	. 0267267	. 585177

Таблица 5. Описательная статистика: компании обрабатывающей промышленности

Vari able	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
sales	21	1645.224	1825.634	405.6854	5617.924
NetIncome	21	65.45993	83.12429	-132.211	269.9918
ebit	21	144.4786	141.3085	-158.706	423.0625
ROS	21	.0700964	.120824	-.2283153	.3686683
roa	21	.0601348	.1044337	-.1833514	.332716
assets	21	1510.879	1465.509	323.8572	5983.37
de	21	.3717457	.1703087	.0564488	.61997
eval	21	13.13201	89.60109	-194.9967	210.3673
rati ng	21	.318669	.1832791	.0100526	.6844782

Таблица 6. Описательная статистика: компании по производству потребительских товаров и розничной торговли

Vari able	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
sales	9	1125.719	730.1751	181.8548	2183.458
NetIncome	9	117.2378	146.5492	15.3515	425.3627
ebit	9	165.8253	180.0663	26.64731	536.2501
ROS	9	.0901961	.0626911	.0193174	.1948115
roa	9	.0931645	.0511575	.0288586	.1721908
assets	9	1007.577	774.0707	165.6299	2470.298
de	9	.1670749	.1031117	.0606268	.3431629
eval	9	56.88769	71.91477	-.4915678	205.2115
rati ng	9	.3338039	.1238117	.1086231	.4637114

Таблица 7. Описательная статистика: компании электроэнергетической отрасли

Vari able	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
sales	15	6379.316	11293.58	37.2684	32929.48
NetIncome	15	398.7263	798.5772	-10.214	3067.803
ebit	15	685.6228	1176.173	8.9833	3408.875
ROS	15	.1311128	.110302	-.0040867	.410715
roa	15	.0715438	.0701511	-.0056763	.2796858
assets	15	10636.51	19321.66	152.9128	58628.93
de	15	.1318097	.1144169	0	.349484
eval	15	-305.2777	599.1465	-1945.521	148.157
rati ng	15	.3906534	.1885763	.0046597	.6905339

Таблица 8. Описательная статистика: компании телекоммуникационной отрасли

Vari able	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
sales	33	1309.39	1456.803	70.81689	6384.254
NetIncome	33	174.4919	324.3079	-50.6402	1126.405
ebit	33	314.4944	511.4759	10.437	2133.736
ROS	33	.0967065	.0830255	-.0504062	.2541496
roa	33	.0594197	.056118	-.0368522	.1770014
assets	33	2075.49	1958.694	116.2372	8573.944
de	33	.3860281	.2134074	.0357199	.7294932
eval	33	67.10617	291.9947	-195.4422	1173.32
rati ng	33	.5971804	.1697276	.2246	.822

Таблица 9. Описательная статистика: компании нефтегазовой отрасли

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
sales	12	18458.27	16210.93	5938.664	54114.02
NetIncome	12	2728.835	2296.539	704.763	7484
ebit	12	3801.304	3020.173	1308.53	10200
ROS	12	.151099	.0449571	.0935422	.2301928
roa	12	.1687659	.0661515	.072779	.2636334
assets	12	16907.51	14414.68	5224.45	48237
de	12	.0748008	.0579371	.0206527	.2385259
eva1	12	1606.392	1411.591	65.31704	4285.293
rati ng	12	.5150098	.1248463	.288364	.6796196

Таблица 10. Описательная статистика: компании металлургической отрасли

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
sales	18	5418.081	3308.759	374.1272	12422.52
NetIncome	18	1409.798	1334.576	34.99	5989
ebit	18	1810.576	1678.245	54.4299	7302
ROS	18	.2337058	.122879	.0781764	.5185282
roa	18	.1968818	.0952236	.0627828	.3678973
assets	18	7202.253	5520.865	215.5116	18806.06
de	18	.1762831	.1503307	.0012346	.4815755
eva1	18	719.1048	980.4158	-309.2353	4163.05
rati ng	18	.4540595	.1548371	.1557652	.7497

Приложение 4.

Результаты пробной регрессии экономической прибыли на рейтинг корпоративного управления лагированными переменными.

```

. xtreg eva2_div_ta ln_sales de rating dummy_indelec, re
-----+-----
Random-effects GLS regression           Number of obs   =    82
Group variable (i): companyid          Number of groups =    41

R-sq:  within = 0.0015                  Obs per group:  min =     2
      between = 0.4391                    avg           =     2.0
      overall = 0.3594                    max           =     2

Random effects u_i ~ Gaussian          Wald chi2(4)    =   26.48
corr(u_i, X) = 0 (assumed)             Prob > chi2     =   0.0000
-----+-----
eva2_div_ta |      Coef.      Std. Err.   z    P>|z|   [95% Conf. Interval]
-----+-----
ln_sales |      .0184233   .0064832   2.84  0.004   .0057165   .0311302
de |      -.1166534  .0460997  -2.53  0.011  -.2070071  -.0262997
rating |      -.0658981   .0384956  -1.71  0.087  -.1413481   .0095519
dummy_indelec -.0684472   .0296719  -2.31  0.021  -.1266031  -.0102913
_cons |      -.0440488   .0527912  -0.83  0.404  -.1475176   .05942
-----+-----
sigma_u | .04890362
sigma_e | .04725645
rho | .51712444 (fraction of variance due to u_i)

```

Наилучшей регрессией с лагом в один год оказалась та же самая регрессия со случайными эффектами, что и без рассмотрения лаговой переменной. Лаговая переменная EVA заключается в том, что показателям факторов за 2004 и 2005 гг. соответствуют показатели EVA за 2005 и 2006 гг. Следовательно, выборка сократилась на одну треть и составила 82 наблюдения. В этой регрессии все показатели значимы на 5% уровне значимости (кроме показателя рейтинга, который значим на 10% уровне значимости). Был проведен анализ различных моделей панельных данных в результате из трех моделей панельных данных – простая регрессионная модель, модель с фиксированными эффектами и модель со случайными эффектами – была выбрана модель со случайными эффектами *на*

основании тестов Вальда, Бройши-Пагана, Хаусмана. Все показатели отрицательно влияют на EVA, кроме показателя размера, влияние которого положительно.