

УДК 336.6

А. Н. Краснов

ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве РФ», Москва,
e-mail: ankrasnov@fa.ru

Л. А. Шмелева

ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве РФ», Москва,
e-mail: lyashmeleva@fa.ru

ОСНОВНЫЕ ПЕРЕМЕННЫЕ ПРИ АНАЛИЗЕ ПРОЦЕДУР КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ

Ключевые слова: корпоративное управление, эффективность, анализ, аудит, финансовые результаты.

Корпоративное управление – совокупность решений, процедур и практик, обеспечивающих наиболее эффективное управление крупными компаниями и достижение финансовых и нефинансовых целей. Исследование эффективности корпоративного управления для больших выборок компаний ведётся с использованием статистических методов, для чего требуется чётко определить какие именно переменные должны использоваться и, соответственно, какие данные должны быть собраны. Целью данной статьи является обзор переменных, используемых в академической литературе, посвященной эффективности корпоративного управления. В частности, рассматривается пять основных групп переменных, связанных с характеристиками генерального директора и других директоров; структурой совета директоров; структурой и типами владельцев акций; доходами директоров; комитеты в составе совета директоров и качеством аудита.

A. N. Krasnov

Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow,
e-mail: ankrasnov@fa.ru

L. A. Shmeleva

Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow,
e-mail: lyashmeleva@fa.ru

THE MAIN VARIABLES IN THE ANALYSIS OF CORPORATE GOVERNANCE PROCEDURES

Keywords: corporate governance, efficiency, analysis, audit, financial results.

Corporate governance is a set of decisions, procedures and practices that ensure the most effective management of large companies and the achievement of financial and non-financial goals. The study of the effectiveness of corporate governance for large samples of companies is conducted using statistical methods, which requires clearly defining which variables should be used and, accordingly, which data should be collected. The purpose of this article is to review the variables used in the academic literature on the effectiveness of corporate governance. In particular, five main groups of variables related to: the characteristics of the CEO and other directors; the structure of the board of directors; the structure and types of shareholders; the income of directors; committees within the board of directors and the quality of the audit are considered.

Введение

Под корпоративным управлением подразумевается набор механизмов и практик – как институциональных, так и рыночно-ориентированных – направленных на обеспечение эффективного управления компанией. Конечной целью повышения эффективности управления является улучшение финансовых показателей компании и, как следствие, повышение стоимости её

акций на рынке [1,2]. Применение данных инструментов больше характерно для публичных компаний, чьи акции имеют хождение на фондовом рынке, поскольку для реализации данных механизмов требуется серьёзный финансовый и организационный ресурс. Для владельцев компаний, её акционеров, обеспечить эффективность управления означает поднять стоимость своего актива [3].

Многочисленные исследования, проведенные в различных странах, показывают, что внедрение единых процедур корпоративного управления и следование принципам, на которых они основаны, действительно повышают финансовые результаты компаний, а значит позволяют обеспечить преумножение инвестированного капитала [4-6].

Однако исследование эффективности практик корпоративного управления не получило должного развития в России. Возможно, это связано с неразвитостью рынка публичных компаний в сравнении с рынками США и Европы. Отечественные исследования и материалы на эту тему, такие как [7], носят в основном описательный характер, в то время как применение количественных и статистических методов анализа не нашло широкого применения в русскоязычной академической литературе, за исключением ряда работ [8].

Одной из важных проблем количественного исследования эффективности практик корпоративного управления является выбор конкретных показателей и переменных для анализа [9].

Целью исследования является обзор и систематизация показателей, используемых в академической литературе, посвященной эффективности корпоративного управления.

Материал и методы исследования

1. Структура Совета директоров. В большинстве компаний структура Совета директоров (СД) является смешанной и состоит из директоров двух типов: менеджеров или исполнительных директоров, которые участвуют в оперативном управлении компанией, и независимых директоров, которые в оперативном управлении не участвуют, а выполняют больше функции контроля менеджмента. Приглашение независимых директоров является инструментом надзора и контроля за действиями менеджеров со стороны крупных акционеров [10, 11].

В соответствии с агентской теорией, разделение функций владения и управления фирмой приводит к так называемому агентскому конфликту, поэтому приглашение независимых директоров и наделение их функциями контроля за менеджерами является эффективным инструментом разрешения агентских конфликтов, а значит корпоративного управления в целом [12].

С другой стороны, практика показывает, что в состав СД часто входят и ключевые менеджеры, такие как генеральный директор или президент (СЕО), финансовый директор (СФО) и некоторые другие функциональные директора. Невключение в СД менеджеров сделало бы Совет менее гибким из-за невозможности независимых директоров оперативно общаться с менеджерами, задавать им вопросы, обсуждать варианты ключевых решений и т. д. Поэтому вопрос соотношения доли менеджеров и независимых директоров в СД становится одним из ключевых.

Приглашение женщин в СД имеет под собой логичные основания [13]. Женщинам присущ другой тип мышления нежели мужчинам, а потому в некоторых ситуациях женщины способны находить более эффективные и точные решения. Что касается приглашения директоров-иностранцев, то они также могут привнести новые идеи благодаря взгляду и ментальности, отличным от тех, что будут присущи большинству местных директоров. Поэтому исследования влияния доли иностранных директоров и директоров женского пола и финансовыми результатами компаний зачастую отражают наличие статистически значимых связей между этими показателями [14, 15].

2. Структура владельцев акций

Структура акционеров также имеет огромное значение для перспектив корпорации. Поскольку при принятии ключевых решений и назначении членов СД голоса крупнейших акционеров имеют вес, пропорциональный доле их владения, тип крупнейших акционеров очень важен [16]. При исследовании эффективности корпоративного управления принято различать влияние институциональных, иностранных инвесторов, государства как крупнейшего акционера, менеджеров компании как держателей акций [17].

В частности, институциональные инвесторы представляют собой крупные инвестиционные фонды, управляющие капиталами своих вкладчиков, страховые компании, пенсионные фонды, банки и кредитные союзы. Как правило, основная цель институциональных инвесторов не получить максимальную, а обеспечить умеренную прибыль для своих вкладчиков и при этом минимизировать или исключить риски потери капитала. Поэтому если крупнейшими держателями акций компании являются

институциональные инвесторы, то компания скорее всего будет вести себя довольно консервативно и избегать чрезмерного риска в бизнесе [18].

Аналогичная ситуация складывается, когда основным акционером является государство через различные структуры, поэтому при исследовании государственных компаний, исследователей будет интересовать качество принимаемых менеджментом решений и финансовая стабильность предприятий [19]. При анализе смешанной выборки, в которую включены и компании, принадлежащие государству или находящиеся под контролем государственных структур, могут быть использованы переменные двух видов. Первый – доля акций, принадлежащих этим структурам в процентах. Второй – фиктивная переменная, которая отделяет частные компании от государственных. Она будет принимать только два значения – 0 и 1, для этих двух разных типов владения, соответственно. Это позволит разделить выборку на две части и сравнить эффективность и финансовые показатели государственных и частных компаний.

Что касается владения менеджерами акций компании, то эта практика не столь распространена. Статистика показывает, что в западных компаниях менеджерам принадлежит настолько малая часть акций, что они не имеют решающего веса при принятии решений и должны согласовывать их с СД [20].

3. Характеристики генерального директора и других директоров

Огромный пласт исследовательской литературы посвящен анализу социо-демографических характеристик менеджеров и особенно генерального директора (СЕО) [21, 22, 23, 24].

Считается, что чем выше уровень образования директора и чем лучше оно соответствует занимаемой должности, тем лучше должны быть финансовые результаты компании. В частности, исследуют, имеет ли гендиректор ученую степень кандидата или доктора наук (PhD в англоязычных странах); получал ли гендиректор образование в сфере управления или экономики; имеет ли высшее образование вообще; имеет ли степень магистра бизнес-администрирования MBA [25]. Также оценивают, имеют ли влияние стаж директора и его возраст на финансовую деятельность компании. С одной стороны, большой стаж и возраст должны

говорить об опыте менеджера, с другой – с годами людьми свойственно становиться более консервативными и осторожными, что не всегда благоприятно сказывается на перспективах бизнеса [26]. Те же переменные можно применить не только по отношению к гендиректору, но и всему составу СД.

Наконец, в компаниях часто практикуется совмещение одним человеком постов главного управленца – гендиректора и председателя СД. По теории, совмещение постов уменьшает агентские конфликты и связанные с ними издержки, поскольку гендиректор (президент) и председатель СД практически не встречает препятствий в реализации своих решений. С другой стороны, сосредоточение власти в одних руках делает управление менее стабильным, поскольку если даже такой руководитель неправ, он будет отстаивать свою точку зрения и реализовывать своё видение, что может привести к печальным последствиям. В отсутствие реальных противовесов некому будет и остановить развитие негативных для организации сценариев [27].

4. Доход директоров

Согласно агентской теории без надлежащего контроля со стороны крупных акционеров менеджеры могут своевольно завышать уровень своего дохода. Поэтому были введены механизмы определения дохода менеджера в зависимости от финансовых результатов компании (performance-based pay). В частности, гендиректор может иметь относительно небольшой гарантированный оклад, а выплата бонуса будет зависеть от решения комитета по выплатам, состоящего из независимых директоров. Также гендиректору или всем менеджерам бонусы могут быть предоставлены в виде акций компании для дополнительной заинтересованности в долгосрочных результатах компании [28].

5. Комитеты и аудит

Последней категорией переменных, используемых при анализе эффективности корпоративного управления, является наличие комитетов в СД и их характеристики. Комитеты являются дополнительным контролирующим органом, выполняющим узкоспециализированные функции. Комитеты набираются из числа независимых директоров [29].

Комитет по аудиту является одним из наиболее важных органов внутреннего контроля. Его главная задача – проводить

внутренний аудит финансовых операций, с тем чтобы не допускать нарушений и мошенничества, которые могут впоследствии быть выявлены внешними контролирующими органами. В комитет по аудиту входят независимые директора, чаще всего с профильным бухгалтерским или аудиторским образованием, которые имеют достаточную квалификацию для выявления потенциальных нарушений. В практике корпоративного управления имеют место случаи, когда данный комитет собирается крайне редко – не больше 1-2 раз в год, что косвенно говорит о лишь формальной проверке отчётности, не отвечающей требованиям качества [30].

Обычной практикой после проведения внутреннего аудита является приглашение независимых внешних аудиторов, которые проводят свою оценку и дают заключение о правильности проведения финансовых

операций и составления официальной финансовой отчётности [31].

Задачей комитета по вознаграждению является оценка действий менеджмента за отчётный период и присуждение дополнительных выплат помимо основного оклада. Нередки также случаи, когда менеджмент не справляется с поставленными задачами и не получает бонусы вообще [32].

Результаты исследования и их обсуждение

Исходя из анализа многочисленных источников и публикаций, ссылки на которые приведены в исследовании, можно выделить пять основных групп показателей, применяемых для анализа процедур корпоративного управления: структура Совета директоров; структура владельцев акций; характеристики генерального директора и других директоров; доход директоров; комитеты и аудит.

1. Ключевыми показателями структуры Совета директоров можно считать следующие:

$$\begin{aligned} & \text{Размер СД (Board size)} = \\ & = \text{Общее количество директоров (независимых + менеджеров) в СД} \end{aligned}$$

$$\text{Доля независимых директоров (Board independence)} = \frac{\text{Число независимых директоров}}{\text{Общее число директоров в СД}}$$

$$\text{Доля директоров-женщин (Gender diversity)} = \frac{\text{Число директоров-женщин}}{\text{Общее число директоров в СД}}$$

$$\text{Доля иностранных директоров (Foreign diversity)} = \frac{\text{Число иностранных директоров}}{\text{Общее число директоров в СД}}$$

2. Основными переменными, которые используются при анализе влияния типов акционеров на финансовые показатели компании, являются:

$$\begin{aligned} & \text{Доля акций, принадлежащих крупнейшему инвестору (Ownership concentration)} = \\ & = \frac{\text{Кол-во акций у крупнейшего инвестора}}{\text{Общее количество акций}} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} & \text{Доля акций, принадлежащих институциональным инвесторам (Institutional ownership)} = \\ & = \frac{\text{Кол-во акций у институциональных инвесторов}}{\text{Общее количество акций}} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} & \text{Доля акций, принадлежащих менеджерам (Managerial ownership)} = \\ & = \frac{\text{Кол-во акций у менеджеров}}{\text{Общее количество акций}} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{Доля акций, принадлежащих государству (State ownership)} &= \\ &= \frac{\text{Кол-во акций у государственных структур}}{\text{Общее количество акций}} \end{aligned}$$

Является ли компания государственной

$$(\text{State-owned company}): \begin{cases} 1, \text{ если является} \\ 0, \text{ если не является} \end{cases} \text{(или наоборот)}$$

3. При оценке качеств директоров анализируются следующие характеристики:

Совмещение постов генерального директора и
председателя СД (президента) (*CEO Duality*):

$$\begin{cases} 1, \text{ если посты совмещаются} \\ 0, \text{ если не совмещаются} \end{cases}$$

Стаж гендиректора (*CEO tenure*):

количество лет на посту *CEO* в компании (или подобных)

Образование гендиректора :уровень образования или соответствие должности

Образование директоров (*Director education*):то же касемо всех директоров в СД

Возраст генерального директора (*CEO age*)

4. Переменными в категории «Доход директоров» могут быть представлены:

Доход генерального директора (*CEO pay*)

Средний доход всех директоров в СД (*Director pay*)

Доля оклада гендиректора в общей структуре дохода

Величина денежного бонуса гендиректора по итогам финансовых результатов года

Соотношение дохода гендиректора и среднего дохода остальных менеджеров

Соотношение дохода гендиректора и среднего дохода работников компании

Предоставление директорам (гендиректору) акций компании в качестве вознаграждения

5. Таким образом, в группу основных показателей, отражающих эффективность работы комитетов в СД, входят:

Наличие комитета по аудиту (*Presence of the Audit committee*)

Наличие комитета по вознаграждениям (*Presence of the Remuneration committee*)

Частота заседаний комитета по аудиту (*Frequency of the Audit committee meetings*)

Величина комитета по аудиту (*Audit committee size*)

Доля сертифицированных аудиторов в комитете по аудиту (*Audit education*)

Качество внешнего аудита (*Auditor Top-4*)

Заключение

В исследовании представлены основные переменные, используемые при анализе эффективности процедур корпоративного управления. Конечно, данной подборкой состав этих показателей не исчерпывается. Более того, с развитием методологии и улучшением возможностей сбора численных данных из разных источников набор показате-

телей постоянно увеличивается. Применить их все в одной модели не представляется возможным, поскольку результаты такой модели были бы нерепрезентативными. Однако стоит отметить, что использование только некоторых этих показателей в анализе – в зависимости от актуальности и целей исследования – может дать качественную оценку эффективности корпоративных процедур.

Библиографический список

1. Балынин И.В. Оптимизация инвестиционного портфеля в контексте практической реализации риск-ориентированного подхода: многообразие методов и принципов // *Экономический анализ: теория и практика*. 2016. № 10. С. 79-92.
2. Дементьева А.Г. Корпоративное управление. М.: Магистр, 2017. 721 с.
3. Marrone A. Corporate Governance Variables and Integrated Reporting. *International Journal of Business and Management*. 2021. № 15(5). P. 1-26.
4. Wang Y., Abbasi K., Babajide B., Yekini K.C. Corporate governance mechanisms and firm performance: evidence from the emerging market following the revised CG code. *Corporate Governance*. 2019. С. 20 (1). P. 158-174.
5. Javeed A., Hassan M., Azeem M. Interrelationship among capital structure, corporate governance measures and firm value: panel study from Pakistan. *Pakistan Journal of Commerce and Social Sciences*. 2014. № 8 (3). P. 572-589.
6. Yasser Q.R. Corporate Governance and Performance (A Case Study for Pakistani Communication Sector). *International Journal of Trade, Economics and Finance*. 2011. № 2(3). P. 204-211.
7. Киселёв К.М. Формирование эффективной системы корпоративного управления в российских компаниях // *Экономика и управление*. 2010. №6 (56). С. 107-109.
8. Федорова Е.А., Комлецова В.Г., Трегубова М.К., Максимова А.Ю., Емельянова В.Д. Влияние корпоративного управления на структуру капитала отечественных компаний // *Финансы: теория и практика*. 2022. № 26 (2). С. 25-37.
9. Kijkasiwat P., Hussain A., Mumtaz A. Corporate Governance, Firm Performance and Financial Leverage across Developed and Emerging Economies. *Risks*. 2022. № 10(10). P. 185-201.
10. Kyereboah-Coleman A., Biekpe N. The relationship between board size board composition, CEO duality, and firm performance: experience from Ghana, *Corporate Ownership and Control*. 2006. № 4(2). P. 114-122.
11. Kiel G.C., Nicholson G.J. Board composition and corporate performance: How the Australian experience informs contrasting theories of corporate governance. *Corporate Governance: An International Review*. 2003. № 11(3). P. 189-205.
12. Heracleous L. What is the impact of corporate governance on organisational performance? *Corporate Governance: An International Review*. 2011. № 9(3). P. 165-173.
13. Brown D.A.H., Brown D.L., Anastasopoulos V. Women on Boards: Not Just the Right Thing ... But the “Bright” Thing”, in *The Conference Board of Canada Report*. Ottawa, Canada: The Conference Board, 2002. P. 1–28.
14. Horak S., Cui J. Financial performance and risk behaviour of gender-diversified boards in the Chinese automotive industry: Initial insights, *Personnel Review*. 2017. № 46 (4). P. 847–866.
15. Adeabah D., Gyeke-Dako A., Andoh C. Board gender diversity, corporate governance and bank efficiency in Ghana: a two-stage data envelope analysis (DEA) approach, *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*. 2018. № 19 (2). P. 299-320.
16. Чоудхари С. Менеджмент XXI века / Под ред. С. Чоудхари. М.: Инфра-М, 2002.
17. Salim R., Arjomandi A., Seufert J.H. Does corporate governance affect Australian banks’ performance? *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*. 2016. № 43 (2). P. 113–125.
18. Al-Najjar B. Corporate governance and institutional ownership: evidence from Jordan, *Corporate Governance*. 2010. № 10 (2). P. 176-190.

19. Wei G., Geng M. Ownership structure and corporate governance in China: some current issues, *Managerial Finance*. 2008. № 34 (12). P. 934-952.
20. Olayiwola K.T. The effect of corporate governance on financial performance of listed companies in Nigeria. *European Journal of Accounting Auditing and Finance Research*. 2018. № 6(6). P. 85-98.
21. Gounopoulos D., Loukopoulos G., Loukopoulos P. CEO Education and the Ability to Raise Capital. *Corporate Governance: An International Review*. 2021. № 29(1). P. 67-99.
22. Муравьев А.С., Захарова А.В. Образование руководителей в России: первые систематические данные и программа исследований // *Российский журнал менеджмента*. 2022. № 20 (1). С. 52–80.
23. Duru A., Iyengar R.J., Zampelli E.M. The dynamic relationship between CEO duality and firm performance: The moderating role of board independence. *Journal of Business Research*. 2016. № 69(10). P. 4269–4277.
24. Shrivastav S.M., Kalsie A. The relationship between CEO duality and firm performance: An analysis using panel data approach, *IUP Journal of Corporate Governance*. 2016. № 15(2). P. 89-103.
25. Ranti U.O. The effects of board size and CEO duality on firms' capital structure: A study of selected listed firms in Nigeria, *Asian Economic and Financial Review*. 2013. № 3(8). P. 1033-1055.
26. Moscu R. Study on correlation between CEO duality and corporate performance of companies listed on the Bucharest stock exchange, *Journal of Social and Economic Statistics*. 2015. № 4(1). P. 46-53.
27. Krenn M. CEO Duality: Economic and Socio-Psychological Determinants, *Journal of Leadership, Accountability & Ethics*. 2014. № 11(3). P. 17-40.
28. Kweh Qian Long, Tebourbi Imen, Lo Huai-Chun, Huang Cheng-Tsu. CEO compensation and firm performance: Evidence from financially constrained firms, *Research in International Business and Finance*. 2022. № 61(C). P. 101671.
29. Fariha R., Hossain M.M., Ghosh R. Board characteristics, audit committee attributes and firm performance: empirical evidence from emerging economy, *Asian Journal of Accounting Research*. 2022. № 7 (1). P. 84-96.
30. Zhou H., Owusu-Ansah S., Maggina A. Board of directors, audit committee, and firm performance: Evidence from Greece. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*. 2018. № 31 (4). P. 20–36.
31. Al Ani M.K., Mohammed Z.O. Auditor quality and firm performance: Omani experience. *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*. 2015. № 74 (5). P. 13-23.
32. Harymawan I., Agustia D., Nasih M., Inayati A., Nowland J. Remuneration committees, executive remuneration, and firm performance in Indonesia. *Heliyon*. 2020. № 6(2). P. e03452.