

Корпоративное управление: направления дискуссий

Степанова А.Н.³¹, Иванцова О.М.³²,

В этой статье предложен обзор работ, представленных в 2011 году на конференциях и международных семинарах, посвященных корпоративному управлению, в Европе. Особый акцент сделан на тенденции изучения корпоративного управления и его влияния на эффективность компаний в развивающихся странах. В статье также подробно освещаются современные теоретические подходы к корпоративному управлению, вызвавшие дискуссии в 2011 году.

JEL: G34

Ключевые слова: корпоративное управление, эффективность, развивающиеся рынки, совет директоров, независимые директора, стейкхолдеры

В свете глобального финансового кризиса вопросы корпоративного управления привлекают к себе все больше внимания в силу их особой роли в процессе деятельности компании. Корпоративное управление как система отношений между менеджментом, советом директоров, акционерами и другими стейкхолдерами поддерживает структуру, в рамках которой осуществляется процесс определения целей компании, способы их достижения и мониторинг результатов. Качество корпоративного управления повышает стратегическую эффективность компании на развивающихся рынках капитала, что дает компании дополнительное конкурентное преимущество на рынках капитала в кризисный период (Ivashkovskaya, Stepanova, 2011).

В данном обзоре мы постараемся осветить наиболее актуальные в свете кризиса вопросы из области корпоративного управления, которым было уделено внимание на международных конференциях, прошедших в 2011 году, таких как:

- Восьмой ежегодный семинар EIASM, прошедший в Брюсселе (Бельгия) и посвященный вопросам международного корпоративного управления, стратегическому управлению и контролю.
- Конференция «Management Culture in the 21st Century», организованная Европейской академией менеджмента (The European Academy of Management, EURAM) в Таллинне (Эстония).
- Международная конференция Евразийского общества экономики и бизнеса (Eurasia Business and Economic Society, EBES), прошедшая в Загребе (Хорватия).

В этой статье мы сначала обсудим сегодняшние взгляды на теоретические подходы к анализу корпоративного управления. Далее будет рассмотрена группа работ, посвященных анализу формирования главного механизма корпоративного управления – совета директоров. И в заключение будут проанализированы направления изучения влияния корпоративного управления на эффективность деятельности компаний.

Теоретические подходы к анализу корпоративного управления

Долгое время между исследователями идут споры относительно того, какая модель управления – с точки зрения акционерной стоимости или подход с точки зрения

³¹ Канд. эконом. наук, доцент кафедры экономики и финансов фирмы; исследователь, Лаборатория корпоративных финансов, НИУ ВШЭ.

³² Студентка магистерской программы «Стратегическое управление финансами фирмы» (кафедра экономики и финансов фирмы); стажер-исследователь Лаборатория корпоративных финансов НИУ ВШЭ.

стейкхолдеров – наиболее эффективна. До сих пор согласия по данному вопросу не было достигнуто в силу огромного количества агентских конфликтов, возникающих при выборе подхода.

В основу теории акционерной стоимости положен принцип, согласно которому главной целью менеджмента должна быть защита интересов акционеров. Считается, что акционеры являются истинными владельцами компании и что у них самые сильные мотивы для того чтобы контролировать поведение совета директоров в частности, а также деятельность компании в целом. Также приоритет интересов акционеров был основан на том, что они не имеют гарантий относительно получения дивидендов, которые будут выплачены, только если совет директоров управляет компанией успешно и в результате ее деятельности создается денежный поток, который может быть передан акционерам.

При этом отношения стейкхолдеров с компанией основаны на контрактах, которые обеспечивают защиту их прав. Согласно этой логике, стейкхолдеры и корпоративная социальная ответственность отходят на второй план.

Изучая агентские конфликты между менеджерами и акционерами, Андреакис (Andreadakis, 2011) отмечает, что если среди исследователей не было единодушия относительно приоритета акционеров, на практике менеджеры в большинстве случаев действовали именно в их интересах, а чаще всего – в интересах крупных акционеров, так как только от них потенциально могло зависеть трудоустройство того или иного менеджера в данной компании.

Однако в последнее время все большее распространение получает подход, согласно которому успех в бизнесе и увеличение стоимости компании не могут быть достигнуты только путем максимизации краткосрочной прибыли, но также необходимо рыночно ориентированное и ответственное поведение. Стейкхолдерский подход учитывает тот факт, что деятельность компании также оказывает влияние на окружающую среду, население, сотрудников компании, потребителей и общество в целом. Он основывается на том, что менеджмент должен действовать в интересах всех бенефициариев компании. С точки зрения данной теории компания рассматривается как партнерство, и ее целью должна быть защита интересов всех стейкхолдеров, так как они принимают на себя такие риски, не все из которых зафиксированы в контракте (Aglietta, Reberioux, 2005).

Помимо этого, данная теория ставит перед собой цель привести демократию в компании и выступает за защиту коллективных интересов, общих целей и координацию всех вовлеченных сторон. Приоритет интересов стейкхолдеров подразумевает включение и более широкий учет всех групп лиц, на которые деятельность компании может оказывать влияние. Соответственно, цель компании должна быть законодательно модифицирована так, чтобы учесть более широкий круг интересов. Андреакис (Andreadakis, 2011) отмечает, что стейкхолдерская модель была успешно применена в Германии и Японии, так как сотрудники немецких компаний и ключевые стейкхолдеры японских имеют своих представителей, которые участвуют в процессе принятия решений и имеют право голосовать за защиту своих прав.

Согласно стейкхолдерскому подходу, ответственность важнее рентабельности (Burton, Dunn, 1996). Внимание менеджмента должно быть сосредоточено не на краткосрочной прибыли, а цена акции не является больше надежной оценкой эффективности работы компании. Фирмы должны приносить прибыль, чтобы достичь своих целей, но выживание компании должно стоять на первом месте. Несмотря на высокие ожидания, связанные с данным подходом, по мнению Андреакис (Andreadakis, 2011), эта теория не предоставляет удовлетворительного решения проблемы. Слишком много вопросов вызывает сама возможность построения всесторонней стейкхолдерской модели. Автор считает, что стейкхолдерский подход не принес ожидаемого эффекта и не преуспел в совершении радикальных перемен в мире управления. И до сих пор остается неопределенность относительно разрешения конфликта между акционерной и стейкхолдерской стоимостью. Поэтому он предлагает альтернативное решение – альтернативную модель корпоративного

управления, которая устраняет поляризацию акционер – стейкхолдер («расширенная акционерная стоимость», *enlightened shareholder value*).

Трудность заключается не только в развитии подходящих характеристик для «новой» теории, но также в ее легальном построении, которое бы сочетало в себе элементы обеих моделей и гарантировало бы «справедливость для всех», не ограничивая свободу акционеров. *Enlightened shareholder value* (далее – *ESV*) является одним из результатов процесса построения данной теории. Различие между стейкхолдерским подходом и *ESV* заключается в том, что вторая модель считает интересы акционеров доминирующими, в то время как согласно стейкхолдерскому подходу интересы какой-либо из задействованных групп не должны быть приоритетными. *ESV* имеет определенные преимущества, так как ее внедрение не требует изменений в режиме работы компании. Это шаг в сторону от строгой приоритетности акционеров. Максимизация прибыли остается целью фирмы, однако происходит смещение акцента с краткосрочного планирования на долгосрочное (*Andreadakis, 2011*).

Предложенные теории, несомненно, имеют большую ценность, но каждая из них нуждается в создании четкой концепции применения их на практике и объяснения того, как они могут оказать положительное влияние на изменения в процессе принятия решений в компании. В связи с этим многие авторы предлагают свои эмпирические модели управления в рамках того или иного теоретического подхода. Например, Ивашковская и Долматова (*Ivashkovskaya, Dolmatova, 2011*) представляют модель управления, в основу которой положена стоимость с точки зрения стейкхолдеров (*stakeholder value based governance model, STVG*), и демонстрируют ее ключевые измерения. Они предлагают концепцию и инструментарий, который может быть использован советом директоров с целью управления добавочной стоимостью для стейкхолдеров (*STVA*).

Данный подход основан на концепции создания экономической прибыли как для финансовых, так и для стратегических нефинансовых стейкхолдеров. Авторы утверждают, что советы директоров должны применять специальные аналитические инструменты для принятия стратегических решений. В качестве таких инструментов они предлагают использовать ряд индексов и матрицу устойчивого роста. Данный набор инструментов помогает идентифицировать интересы различных стратегических стейкхолдеров и потенциальные пробелы среди них и применять критерии создания стоимости для стейкхолдеров в процессе стратегической оценки альтернатив советом директоров.

Авторы демонстрируют применение данного подхода на практике на примере холдинговой непубличной компании среднего размера, осуществляющей свою деятельность на территории России. Среди использованных инструментов анализа можно выделить индекс устойчивого роста (*sustainable growth index, SGI*), матрицу устойчивого роста для принятия стратегических решений и мониторинга создания стоимости для стейкхолдеров, анализ точки безубыточности для стейкхолдеров и оригинальный индекс, помогающий измерять интересы нефинансовых стратегических стейкхолдеров. Целью данного анализа является попытка определить наличие связи между эффективностью работы данной компании и качеством отношений со стратегическими стейкхолдерами и политикой совета директоров в отношении них. Авторы рассматривают четыре компании среднего размера из Волжского региона, интегрированные в одну бизнес-группу.

С другой стороны, авторы также применяют предложенный индекс устойчивого роста, основанный на показателях экономической прибыли в комбинации с темпами роста, чтобы измерить ожидаемую эффективность от различных стратегических альтернатив. Чтобы идентифицировать влияние альтернатив на ожидаемую экономическую прибыль для стратегических нефинансовых инвесторов, они применяют анализ точки безубыточности и индекс гармонизации интересов. Результаты анализа показали, что в условиях развивающегося рынка и неопределенной бизнес-среды подход с точки зрения стоимости для стейкхолдеров имеет очевидные преимущества по сравнению с подходом стоимости для акционеров (*Ivashkovskaya, Dolmatova, 2011*).

Формирование структуры совета директоров

Теперь мы переходим к обзору новых тенденций, связанных с формированием главного механизма корпоративного управления – совета директоров. Мы рассмотрим структуру совета директоров с позиции его независимости и работы комитетов по аудиту.

Независимость совета директоров

Одной из ключевых характеристик состава совета директоров считается наличие и доля независимых директоров в совете. В течение последних двух десятилетий сложилась очевидная тенденция к увеличению степени независимости совета директоров. В то время как состав совета директоров является центральной темой во всех этих кодексах, многие исследователи согласились, что совету следует увеличить число независимых членов, чтобы стать более эффективным (Dalton et al. 1998; Hillman et al., 2009; Zahra and Pearce, 1989). Однако при этом не всегда понятно, какие функции должны исполнять независимые директора.

Гклиатис и Коуфопулос (Gkliatis, Koufopoulos, 2011), изучив существующую литературу на данную тему, пишут о том, что не существует широко распространенной классификации ролей независимых директоров и директоров-инсайдеров. При этом они делают предположение, что обязанности директоров зависят от статуса их независимости: внутренний и зависимый или внешний и полностью или частично независимый. Функции директоров в совете зачастую определяются согласно следующим теориям: контролирующая функция совета обусловлена с точки зрения агентской теории и ресурсная функция директоров сформулирована с точки зрения теории ресурсной зависимости.

Группа авторов во главе с Далтон (Dalton, Daily, Ellstrand, Johnson, 1998) считают, что независимые директора должны лучше выполнять контролирующую функцию, чем директора, которые связаны с компанией в личном или профессиональном плане. Также они могут быть полезны в контексте обеспечения информационными ресурсами (Hillman, Withers, Collins, 2009). Дэйли, Далтон и Канелла приводят пример, что директора, которые также являются менеджерами или CEO в финансовых организациях, могут оказать содействие в получении более благоприятной кредитной линии (Daily, Dalton, Cannella, 2003). Или директора, которые являются партнерами в юридических фирмах, могут предоставлять юридические консультации как на собраниях совета директоров, так и при личных встречах с менеджментом. Авторы также указывают на то, что в перечисленных смыслах аффилированные директора могут быть менее эффективны, чем независимые.

Однако для компании важно найти оптимальное соотношение между внутренними и внешними директорами, так как присутствие внутренних директоров также может оказывать положительное влияние на эффективность работы совета. Внешние директора могут быть слишком заняты другой своей деятельностью и не уделять достаточного внимания проблемам компании, однако внутренние директора, которые являются в то же время менеджментом компании, полностью посвящают себя компании и характеризуются большей информированностью относительно происходящих процессов и направлений ее стратегического развития.

Исходя из предыдущей аргументации, для успешного функционирования совета необходимо, чтобы он включал в себя и внутренних, и независимых директоров, так как они обеспечивают выполнение различных функций в различной степени. Причем этот вклад базируется не на персональных качествах директоров, а на характеристиках их статуса независимости. Например, высока вероятность того, что внутренний директор (CEO) не будет осуществлять контролирующую функцию эффективно, так как его суждения относительно компании очень субъективны в силу его с ней связи.

Гклиатис и Коуфопулос предполагают, что увеличение доли независимых директоров в совете оказывает положительное влияние на контролирующую и наблюдательную функции

совета, но между ними и ресурсообеспечивающей функцией имеется U-образная зависимость (Gklatiis, Koufopoulos, 2011).

Также опираясь на концепцию относительно роли независимых директоров в совете и исходя из агентской теории и теории ресурсной зависимости, Гонзалез и Гиральдез (Gonzalez, Giraldez, 2011) оценивают влияние независимых директоров на взаимосвязь между советом директоров (размер и доля собственности в компании) и стоимостью фирмы на примере 133 публичных испанских компаний в контексте экономического кризиса. И в результате авторы приходят к заключению, что большая пропорция независимых директоров в совете снижает негативное воздействие на стоимость фирмы, оказываемое большим размером совета и высокой долей собственности в руках внутренних директоров в совете.

При этом больший размер совета директоров оказывает положительное влияние на стоимость фирмы до определенного момента, после которого это влияние становится отрицательным. Независимые директора в совете увеличивают положительный эффект на промежутке до оптимального размера совета и снижают негативный эффект после оптимальной точки. При этом доля акционерного капитала в руках членов совета директоров оказывает положительное влияние до определенного момента, после которого это влияние становится отрицательным. Независимые директора также должны сглаживать этот эффект. Несмотря на то что многие исследователи призывают к законодательному ограничению числа независимых директоров в совете, авторы получили доказательство того, что в ситуациях, когда слишком большой размер совета оказывает негативное влияние на стоимость компании, этот эффект может быть сглажен большим числом независимых директоров в совете (Gonzalez, Giraldez, 2011).

Другое направление исследований включает в себя анализ взаимодействий между топ-менеджментом и внешними директорами. Примером такого изучения является работа Гёргенса, Криста и Шэффера (Görgens, Christ, Schäffer, 2011), в которой, отталкиваясь от той же теории ресурсной зависимости, авторы исследуют, как выбор нового CEO определяется опытом и занятостью внешних директоров. В базу данных для исследования вошли крупные компании из S&P 500 за период с 1998 по 2009 год. Результаты показали, что компании принимают в расчет способность внешних директоров дополнять мониторинг CEO в процессе принятия им решений.

Авторы приходят к заключению, что компании с высоким значением финансового рычага, с сокращениями в дивидендной политике и следующие непоследовательной политике диверсификации, более склонны выбирать CEO с опытом работы в финансовой сфере («финансового» CEO). Более того, на это решение оказывают сильное влияние внешние директора в совете. Чем выше опытность внешних членов совета директоров в финансовой сфере, тем меньше вероятность назначения «финансового» CEO при условии не слишком большой занятости директоров и их способности адекватно выполнять свои функции.

В более широком смысле проверку того, действительно ли неисполнительные директора улучшают качество корпоративного управления, представила автор Лаура Спира (Spira, 2011), которая поставила перед собой задачу ответить на вопрос о том, реалистичны ли ожидания относительно улучшения качества корпоративного управления за счет введения в совет неисполнительных директоров, на примере компаний Великобритании.

Автор прослеживает историческое развитие концепции неисполнительных директоров в совете со времен Адама Смита. Что касается развития этой концепции в последнее время, то здесь многие исследователи приходят к выводу, что положительное влияние независимых директоров сильно переоценено. Брага и Блэк (Braga, Black, 1999) изучали связь между составом совета директоров и эффективностью компаний и показали, что разумная комбинация исполнительных и неисполнительных директоров лучше с точки зрения эффективности фирмы, чем совет, полностью состоящий из независимых директоров. Группа авторов во главе с Фалейе (Faleye, Noitash, Noitash, 2010) продемонстрировала, что фирмы с более независимыми советами менее склонны к инновациям, а Фаленбрах с

соавторами (Fahlenbrach, Low, Stulz, 2010) привели доказательства того, что независимые директора на самом деле могут повредить компании. На примере коммерческих банков было показано, что банки с более независимыми советами в действительности показали худшие результаты в кризисный период.

Эти исследования доказывают, что влияние независимых директоров на корпоративное управление зависит от целого комплекса факторов, который может быть не до конца понят законодателями, устанавливающими требования относительно доли неисполнительных директоров в совете.

Формирование комитетов по аудиту

Главная функция комитета по аудиту – осуществление надзора за достоверностью финансовой отчетности компании и раскрытием объективной и правильной информации. Комитет также обязан предоставлять обзор финансовой отчетности, оценивая ее качество.

Обязанности комитетов по аудиту в Континентальной Европе и в англо-саксонской системе различаются, что и анализирует команда авторов во главе с Бёмом Фалко (Falko, Bollen, Hassink, 2011). Результаты исследования показали, что комитеты по аудиту в компаниях из Континентальной Европы по большей части имеют меньше влияния, чем их англо-саксонские аналоги. Авторы указывают на то, что роль комитетов по аудиту возросла после нескольких скандалов, связанных с финансовой отчетностью (пример – Enron). В связи с этим концепция комитетов по аудиту стала глобальной и набор их обязанностей расширился. При этом авторы отмечают, что наличие таких комитетов долгое время было отличительной чертой англо-саксонской системы корпоративного управления и они пришли в Континентальную Европу только в начале 1990-х годов (Vanasco, 1994).

В рамках Континентальной Европы между обязанностями комитетов также наблюдаются значительные различия. Комитеты в Бельгии, Нидерландах и Испании действительно приближаются к англо-саксонской системе, в то время как Франция, Италия и Германия только формально приняли концепцию комитетов по аудиту (Vera-Muñoz, 2005). При этом за последние 15 лет количество функций, передаваемых комитетам по аудиту, выросло примерно в два раза: к ним добавились обязанности из областей бизнес-контроля, риск-менеджмента, финансового планирования, информационной безопасности и корпоративного управления. В связи с этим возникает вопрос о том, какое количество функций оптимально для исполнения комитетами по аудиту.

Однако роль комитетов по аудиту на развивающихся рынках может значительно отличаться от развитых. Секхар (Sekhar, 2011) проводит анализ роли и характеристик комитетов в советах директоров на примере наиболее успешных индийских компаний на уровне совета директоров и на уровне комитетов. Исследование охватывает следующие характеристики совета директоров: число директоров, число комитетов в совете, число независимых и исполнительных директоров, количество совещаний совета и др. А на уровне комитетов были исследованы природа, состав и лидерство в следующих комитетах: по аудиту, вознаграждениям, финансовый, исполнительный и другие.

Еще одно исследование, посвященное Индии, было проведено Хундал (Hundal, 2011), который анализирует существующие доказательства того, как независимость и опыт комитетов по аудиту могут влиять на качество финансовой отчетности.

В Индии долгое время существовало мнение, что местная система аудита является всеобъемлющей, имеет хорошую законодательную основу, которая позволяет обеспечивать объективность и независимость процесса аудита. К сожалению, время показало, что индийская система допускает различные манипуляции с отчетностью, неравномерности и может быть обойдена, а это вредит интересам инвесторов и других стейкхолдеров (Ganguli, 2001).

Регуляторы предприняли ряд реформ, которые были призваны улучшить корпоративное управление в контексте процессов либерализации, приватизации и глобализации, которые начались в Индии в начале 1990-х годов. Главное изменение касалось

состава комитетов по аудиту. Компании обязаны были формировать комитеты таким образом, чтобы в их состав входило не менее трех человек из категории неисполнительных директоров и абсолютное большинство из них должны были быть независимыми. Автор приходит к выводу, что, несмотря на проведенные реформы, законодательные требования остаются довольно нечеткими, что не позволяет значительно снизить риск негативного влияния на качество раскрытия информации.

Влияние корпоративного управления на деятельность компаний

Наиболее обширным направлением является область изучения влияния характеристик корпоративного управления на различные области деятельности компаний.

Исследователи во главе с Базилико (Basilico, Grove, Johnsen, 2011) продолжают исследование зависимости между качеством доходов и будущей рыночной доходностью акций, добавляя аспект прямых и непрямых механизмов контроля в системе корпоративного управления. В качестве характеристик прямого механизма контроля используются характеристики комитета по аудиту, а в качестве непрямого – характеристики совета директоров. Авторы выбирают для анализа публичные голландские компании за период с 2006 по 2010 год в силу интересной особенности кодекса корпоративного управления в Нидерландах: главный принцип голландского кодекса – компании должны применять его рекомендации, но если они этого не делают, то достаточно просто обосновать свои действия. Это дает практически неограниченную возможность отклоняться от предписаний кодекса.

В дополнение авторы ставят перед собой задачу проверить, наблюдаются ли значительные различия в прямых и косвенных механизмах контроля корпоративного управления между группами компаний с наилучшими и наихудшими показателями качества прибыли, которое измеряется как разница между бухгалтерскими доходами и лежащими в их основе денежными потоками. Примечательной особенностью проведенного исследования является то, что авторы выделяют несколько уровней независимости совета директоров: они создают несколько дамми-переменных, принимающих различные значения в зависимости от числа исполнительных и независимых директоров. Помимо этого в анализ включается независимость комитета по аудиту, опыт и знания членов совета директоров и комитета по аудиту в финансовой сфере, а также численность обоих органов управления.

В итоге авторы приходят к выводу, что наличие прямых методов контроля, например независимого комитета по аудиту, ведет к лучшему качеству доходов и большей будущей рыночной доходности.

Ивашковская и Степанова (Ivashkovskaya, Stepanova, 2011), исследуя влияние характеристик корпоративного управления на эффективность работы компании, действуют в рамках совершенно иного подхода и по-другому трактуют понятие эффективности. Отталкиваясь от принципов интегрированной концепции финансовой архитектуры, авторы рассматривают влияние не только корпоративного управления, но и структуры собственности и структуры капитала на стратегическую эффективность, оцениваемую с точки зрения экономической прибыли и Q-Тобина. Во-первых, была протестирована модель с использованием базы из 70 российских компаний промышленного сектора за период с 2005 по 2008 год, что позволило изучить различные характеристики качества корпоративного управления и продемонстрировать высокую корреляцию между качеством корпоративного управления и эффективностью деятельности российских компаний. Во-вторых, была исследована зависимость между характеристиками совета директоров и эффективностью компаний до и во время кризиса.

Доля независимых директоров в совете, а также концентрация собственности, измеренная как суммарная доля трех крупнейших акционеров компании, оказывают положительное влияние на экономическую прибыль, в то время как доля собственности у институциональных инвесторов – негативное.

Анализ для каждого года в отдельности показал, что стабильная модель

корпоративного управления была характерна для российских компаний до 2008 года. В это время такие факторы, как независимость совета директоров, концентрация собственности и тип инвестора, оказывали значимое влияние на эффективность работы компаний. Однако в 2008 году эта модель изменилась, и хотя влияние структуры собственности осталось значимым, структура совета перестала оказывать влияние и стало значимым значение финансового рычага, которое в предкризисные годы не оказывало влияния на экономическую прибыль.

Разные исследователи анализируют влияние корпоративного управления и на другие характеристики фирм, например на политику в отношении долга или на вероятность банкротства.

В частности, Пуан Ятим (Yatim, 2011) исследует влияние корпоративного управления на политику в отношении долга и финансового рычага в публичных компаниях Малайзии. В работе рассматривается зависимость между структурой совета директоров и структурой собственности и капитала. Автор приходит к выводу, что компании с более независимыми и большими советами директоров имеют большее значение финансового рычага и занимают больше краткосрочного долга. Также доля собственности в руках институциональных инвесторов и инсайдеров компании негативно связана с уровнем финансового рычага, но положительно – с периодом до погашения.

Что касается структуры совета директоров, авторы пришли к выводу, что срок погашения долга положительно и значимо связан с размером совета директоров. Этот результат подтверждает теорию ресурсной зависимости, согласно которой большой совет предоставляет дополнительные возможности доступа к внешним ресурсам, в том числе к источникам долгосрочных займов.

Де Майер и Йориссен исследуют влияние характеристик совета директоров в непубличных обанкротившихся компаниях (De Maere, Jorissen, 2011). Банкротство рассматривается авторами как результат организационной неэффективности, и поэтому мы можем говорить здесь о влиянии корпоративного управления на организационную эффективность.

Так как банкротство – это результат не какого-либо единичного события, а скорее следствие нескольких процессов, авторы анализируют характеристики корпоративного управления на протяжении пяти лет до момента банкротства. Для этого они используют 126 пар компаний, которые состоят из одной обанкротившейся компании и одной «выжившей» со сходными характеристиками. Наряду с факторами управления в модель включаются переменные, характеризующие финансовое состояние компании, а именно ее рентабельность, ликвидность и уровень финансового рычага.

В результате было выявлено, что обанкротившиеся компании чаще имеют такую отличительную черту: должности CEO и председателя совета директоров занимает один и тот же человек. И директора в совете в среднем пребывают на своих должностях в течение меньшего периода времени, чем в необанкротившихся компаниях. Примечательно, что размер совета не имеет значимой связи с банкротством фирмы.

Таким образом, можно выделить следующую тенденцию: чем менее стабилен совет директоров компании, тем ближе она по своему состоянию к банкротству.

Заметим, что в большинстве проведенных исследований в качестве объекта используются компании промышленного сектора, а финансовые компании не исследуются в силу их специфики. Однако в результате финансового кризиса устойчивость и надежность банковской системы приобрели особо важное значение как в локальном, так и в глобальном контексте. Поэтому среди исследований корпоративного управления стали все чаще появляться работы, посвященные его влиянию на эффективность коммерческих банков.

Одной из таких работ является исследование Ивашковской, Степановой и Иванцовой (Ivashkovskaya, Stepanova, Ivantsova, 2011), в котором к моделированию эффективности коммерческих банков на развитых и развивающихся европейских рынках была применена концепция финансовой архитектуры. Согласно этой концепции, в рассмотрение включаются

структура капитала, структура собственности и корпоративное управление.

Главная цель данной работы – отказаться от так называемых стилизованных моделей эффективности, которые помогают объяснить только влияние одной характеристики банка на его эффективность и создать интегрированную модель, охватывающую большее количество значимых факторов. В целях измерения уровня стратегической эффективности коммерческих банков был применен показатель остаточной прибыли (концепция экономической прибыли), а также показатель Q-Тобина.

На выборке, состоящей из 80 коммерческих банков из Восточной и Западной Европы, была оценена интегрированная модель банковской эффективности и продемонстрирован высокий уровень значимости элементов финансовой архитектуры, в особенности на развивающихся рынках. В частности, было подтверждено предположение о негативном влиянии концентрации собственности, финансового леведреджа и пропорции внешних директоров в совете директоров коммерческих банков на развивающихся рынках. На развитых рынках концентрация собственности также оказывает негативное влияние на стратегическую эффективность банков, однако уровень долга и доля независимых директоров в совете не играют здесь значимой роли.

Еще одним исследованием о банковском секторе является работа группы авторов во главе с Аллеманд (Allemand, Grove, Victoravich, Xu, 2011), в которой было проведено исследование того, как характеристики совета директоров влияют на принятие риска банком. Авторы используют данные о 65 крупных европейских банках и 125 американских банках за период 2005–2006 годов, измеряя при этом общий риск как стандартное отклонение ежедневной доходности акций банка и риск банкротства как Z-score.

В результате было доказано, что размер совета директоров негативно связан с принятием риска банком, и это может объяснить, почему в целом советы директоров в банках больше, чем в нефинансовых компаниях. Однако размер комитета по аудиту положительно связан с принятым риском.

Если проводить сравнение между Европой и США, некоторые характеристики совета директоров влияют на риск банка по-разному. В то время как процент независимых директоров в комитете по рискам негативно связан с риском американских банков, характеристики этого комитета (независимость и размер) не оказывают значимого влияния на риск в европейских банках. Для Европы финансовый рычаг и уровень защиты инвесторов имеют значимую отрицательную зависимость с риском банков, в то время как доля собственности в руках СЕО связана с ним положительно. Поэтому механизм защиты интересов инвесторов в Европе (стейкхолдерский подход, в отличие от акционерного, характерного для компаний в США) может замещать механизм управления, сокращая влияние других факторов.

Заключение: основные тренды в корпоративном управлении

Таким образом, в этой статье мы рассмотрели ключевые акценты сегодняшних исследований в области корпоративного управления в Европе. Мы начали с рассмотрения теоретических подходов и их практического применения на развивающихся рынках. Вопрос заключается в выборе между подходом с точки зрения акционеров и стейкхолдерской теорией, которую крайне сложно имплементировать. В последнее время был предложен ряд модификаций и теорий на стыке двух вышеупомянутых, которые более применимы в современных условиях и позволяют как учитывать интересы разных агентов, так и использовать количественную оценку эффективности компаний.

Очевидно, что по-прежнему большое внимание уделяется структуре совета директоров, как главного механизма разработки и реализации стратегии компании. Отдельного внимания заслуживают независимые директора, оказывающие двоякое воздействие на стратегическую эффективность компаний. Во-первых, они привносят дополнительную экспертизу и объективность суждений; во-вторых, они уменьшают влияние представителей акционеров,

чей высокий уровень мотивации в кризисный период может спасти компанию в результате использования личных связей и дополнительного прямого финансирования компании.

Еще один выраженный акцент в исследованиях – существование и деятельность комитетов по аудиту. Аккуратность и последовательность в составлении и публикации отчетности, несмотря на тяжелые времена, является ярким сигналом для потенциальных инвесторов о качестве корпоративного управления в компании.

Наконец, кризис обострил вопрос, касающийся прочих нефинансовых драйверов эффективности. По мере развития долгосрочного финансового кризиса в компаниях, особенно в развивающихся странах, углубляются агентские проблемы и соответственно растут агентские издержки. Это делает совершенную систему корпоративного управления жизненно важной для эффективности и финансовой устойчивости компаний.

Список литературы

1. Agglieta, M., Reberioux, A. (2005), *Corporate Governance Adrift: A critique of Shareholder Value*. Edward Elgar, Cheltenham and Massachusetts, p. 261–262.
2. Allemand, I., Grove, H., Victoravich, L., Xu, T. (2011), *Board Characteristics and Risk-Taking in Banks: a US/European Comparison*, EIASM 8th Workshop On Corporate Governance; Brussels, Working paper.
3. Andreadakis, S. (2011), *Towards an enlightened shareholder value: The tension between shareholder and stakeholder models in modern corporate governance*. EIASM 8th Workshop On Corporate Governance; Brussels: Working paper.
4. Basilico, E., Grove, H., Johnsen, T. (2011), *The Relationship Between Earnings Quality, Control Mechanisms of Corporate Governance, and Future Stock Price Returns*. EIASM 8th Workshop On Corporate Governance; Brussels: Working paper 1.
5. Burton, B., Dunn, C. (1996), *Stakeholder Interests and Community Groups: A New View // International Association for Business and Society Annual Meetings*: <http://www-rohan.sdsu.edu/faculty/dunnweb/pubs.iabs96.html>.
6. Daily, C.M., Dalton, D.R., Cannella, A.A. (2003), *Corporate Governance: Decades of Dialog and Data*, *Academy of Management Review*, 28(3) (2003) 371–382.
7. Dalton, D.R., Daily, C.M., Ellstrand, A.E., Johnson, J.L. (1998), *Meta-Analytic Reviews of Board Composition, Leadership Structure, and Financial Performance*, *Strategic Management Journal*, 19(3) (1998) 269–290.
8. De Maere, J., Jorissen, A. (2011), *Corporate governance and the bankrupt firm: An empirical analysis of board structure and director characteristics over a period of five years preceding bankruptcy*. EURAM Conference «Management Culture in the 21st Century»; Tallinn: Working paper.
9. Fahlenbrach, R., Low, A., Stulz, R. (2010), *The dark side of outside directors: Do they quit when they are most needed?* ECGI Finance Working Paper N°281: http://www.fe.unl.pt/contents/html/File/The_Dark_side.pdf (accessed 27 Oct. 2010).
10. Faleye, O., Hotiash, R., Hoitash, U. (2010), *Intensive Board Monitoring and Corporate Strategic Innovation*: <http://www.fma.org/NY/Papers/IntenseMonitoring.pdf> (accessed 27 Oct. 2010).
11. Falko, B., Bollen, L., Hassink, H. (2011), *De jure or de facto convergence in corporate governance? A comparative analysis of audit committee responsibilities*. EIASM 8th Workshop On Corporate Governance; Brussels: Working paper.
12. Gkliatis, I.P., Koufopoulos, D.N. (2011), *What Directors Do? Do Executives and Non-Executives have the same Roles?* EIASM 8th Workshop On Corporate Governance; Brussels: Working paper.
13. Gonzalez, J.M.H., Giraldez, P. (2011), *Do independent directors protect shareholder value in times of economic crisis? Evidence from Spain*. EURAM Conference «Management Culture in the 21st Century»; Tallinn: Working paper.

14. Görgens, S., Christ, F., Schäffer, U. (2011), Firm contingencies, board resources, and the selection of new CEOs. EIASM 8th Workshop On Corporate Governance; Brussels: Working paper.
15. Hillman, A.J., Withers, M.C., Collins, B.J. (2009), Resource Dependence Theory: A Review, *Journal of Management*, 35(6) (2009) 1404–1427.
16. Hundal, S.S. (2011), Independence, Expertise and Experience of Audit Committees: Some Aspects of Indian Corporate Sector. EIASM 8th Workshop On Corporate Governance; Brussels: Working paper.
17. Ivashkovskaya, I., Dolmatova, I. (2011), Does stakeholder approach matter for corporate governance in emerging capital markets? The case study of Russian closely held holding company. EBES Conference 2011; Zagreb: Working paper.
18. Ivashkovskaya, I., Stepanova, A. (2011), Does strategic corporate performance depend on corporate financial architecture? Empirical study of European, Russian and other emerging market's firms, *Journal of Management and Governance*, 15(4) (2011) 603–616.
19. Ivashkovskaya, I., Stepanova, A. (2011), Financial Architecture and Economic Profit Creation in Russia: Corporate Governance Issue in the pre-crisis and post-crisis economy. EURAM Conference «Management Culture in the 21st Century»; Tallinn: Working paper.
20. Ivashkovskaya, I., Stepanova, A., Ivantsova, O. (2011), Financial Architecture and Bank Performance: comparative analysis of emerging and developed markets. EBES Conference 2011; Zagreb: Working paper.
21. Sekhar, B.S. (2011), Understanding the Committees at the Board of Directors (BOD) level and their role in Corporate Governance in Indian Firms. EIASM 8th Workshop On Corporate Governance; Brussels: Working paper.
22. Spira, L.F. Can Non-Executive Directors Make a Difference? A Historical Perspective. EIASM 8th Workshop On Corporate Governance; Brussels: Working paper.
23. Vanasco, R.R. (1994), The audit committee: An international perspective, *Managerial Auditing Journal*, 9 (1994) 18–42.
24. Yatim, P. (2011), Corporate governance structures, leverage, and debt maturities of Malaysian listed firms. / EIASM 8th Workshop On Corporate Governance; Brussels: Belgium Working paper.
25. Zahra, S.A., Pearce J.A. (1989), Boards of Directors and Corporate Financial Performance: A Review and Integrative Model, *Journal of Management*, 15(2) (1989) 291–334.