

НОВЫЕ ИССЛЕДОВАНИЯ

И. В. Березинец, Ю. Б. Ильина, А. Д. Черкасская

СТРУКТУРА СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ И ФИНАНСОВАЯ РЕЗУЛЬТАТИВНОСТЬ РОССИЙСКИХ ОТКРЫТЫХ АКЦИОНЕРНЫХ ОБЩЕСТВ

РОЛЬ СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ В СИСТЕМЕ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ

Совет директоров (СД), выступая посредником в отношениях между менеджментом, возглавляемым генеральным директором компании, и акционерами компании, является одним из основных механизмов корпоративного управления, понимаемого как «система взаимоотношений, процессов и структур в связи с организацией и реализацией власти в компании и направленных на защиту интересов акционеров и учет интересов стейкхолдеров компании» [Бухвалов, Смирнов, 2012, с. 181–182].

Проблема корпоративного управления в литературе чаще всего рассматривается с точки зрения теории агентских отношений [Dalton et al., 2003]. Согласно данной теории, фирма существует как «сеть контрактных отношений» [Jensen, Meckling, 1976], и основными участниками в системе корпоративного управления выступают топ-менеджеры в качестве агентов и акционеры (и иные стейкхолдеры) в качестве принципалов. Механизмы корпоративного управления, призванные гарантировать акционерам, что именно в их интересах менеджеры действуют и добиваются результатов [Shleifer, Vishny, 1997], включают в себя внутренние механизмы, такие как:

Березинец Ирина Владимировна — канд. физ.-мат. наук, доцент, Санкт-Петербургский государственный университет; e-mail: berezinets@gsom.spbu.ru

Ильина Юлия Борисовна — канд. экон. наук, доцент, Санкт-Петербургский государственный университет; e-mail: jilina@gsom.spbu.ru

Черкасская Анна Дмитриевна — младший бюджетный контролер, компания «Л'Ореаль»; e-mail: acherkasskaya@ru.loreal.com

Авторы выражают благодарность библиотеке ВШМ СПбГУ и ЗАО «СКРИН» за оказание помощи в сборе информации для проведенного исследования.

© И. В. Березинец, Ю. Б. Ильина, А. Д. Черкасская, 2013

эффективно структурированный совет директоров, стимулирующие системы вознаграждения, концентрация собственности, позволяющая установить более жесткий контроль над действиями менеджеров, и внешние механизмы — прежде всего фондовый рынок и рынок корпоративного контроля, — вступающие в силу в том случае, если внутренние механизмы неэффективны в выполнении своих функций [Walsh, Seward, 1990]. Особое внимание следует уделять совету директоров как внутреннему механизму корпоративного управления, который дает сигнал внешним инвесторам относительно качества управления в компании путем поддержания соответствующего уровня защиты их интересов.

С точки зрения агентской теории основополагающая роль совета директоров — эффективный мониторинг деятельности менеджмента. Данная теория предполагает неизбежный конфликт интересов собственников и управленцев, и поэтому главной задачей совета становится предотвращение оппортунистического поведения менеджеров, приносящего ущерб интересам акционеров [Fama, Jensen, 1983]. Несмотря на то что агентская теория является теоретической основой исследований в области советов директоров, важное место в определении роли и функций совета занимает теория зависимости от ресурсов [Hillman, Withers, Collins, 2009].

Ряд исследователей связывает состав и структуру совета директоров с необходимостью доступа компаний к ключевым ресурсам. Так, Дж. Пфедфер в своих работах [Pfeffer, 1972; 1973] доказывает, что влияние внешней среды организации на ее деятельность, зависимость от внешних ресурсов во многом определяют структуру совета директоров в пользу доминирования внешних директоров. В более позднем исследовании Сандерс и Карпентер показывают связь между размером совета директоров и интернационализацией компании как индикатором зависимости от внешних ресурсов [Sanders, Carpenter, 1998]. Как справедливо полагает Пфедфер, важным является совпадение потребностей фирмы с теми ресурсами, которые могут привнести директора [Pfeffer, 1972]. Бойд в своем исследовании доказывает, что такая важная характеристика, как перекрестное директорство (board interlocks) — занятие членом совета директоров директорских позиций в других компаниях, присущее так называемым директорам, «богатым ресурсами», — должно быть основой принятия решения о формировании состава совета [Boyd, 1990]. Об участии директоров в советах нескольких компаний как важной качественной характеристике совета директоров свидетельствуют и следующие исследования [Carpenter, Westphal, 2001; Filatotchev, Toms, 2003; Harris, Shimizu, 2004; Ferris, Jagannathan, Pritchard, 2005; Bóren, Stróm, 2006]. Некоторые исследователи утверждают, что высокая репутация совета директоров благотворно сказывается на репутации самой компании, которая характеризуется, в частности, возможностью привлечения заемных ресурсов на более

выгодных условиях. В компаниях с большим числом внешних директоров, которые занимают более трех постов в различных советах директоров, зачастую наблюдается высокая инвестиционная активность [Hsiu-I Ting, Yu-Lan Huang, 2009].

Авторы работы [Pfeffer, Salancik, 1978] отметили следующие ключевые функции членов совета директоров с точки зрения теории зависимости от ресурсов: предоставление доступа к ресурсам внешней среды организации, обеспечение соблюдения внутреннего нормативного порядка в фирме, информация в форме консультационной поддержки, доступ к каналам информации между фирмой и окружающей средой. В исследовании [Mintzberg, 1983] выделено семь функций совета в компании: выбор генерального директора, контроль в кризисных ситуациях, мониторинг действий менеджеров, предоставление ресурсов из внешнего окружения, поиск возможностей финансирования, поддержание репутации компании и выполнение роли консультанта для менеджмента. Ряд исследователей сводит роль совета директоров к следующим важнейшим функциям, в сущности объединяя различные подходы: контролирование деятельности организации (включая разработку стратегии, помимо непосредственно мониторинга) и предоставление доступа к ресурсам (в том числе консультирование менеджеров) [Boyd, 1990; Hillman, Dalziel, 2003].

Николсон и Ньютон позднее предприняли попытку обобщить различные исследования и выделили наиболее значимые задачи совета директоров [Nicholson, Newton, 2010], прежде всего — исполнение контролирующих функций, что соответствует подходу с точки зрения теории агентских отношений [Daily, Dalton, Cannella, 2003]. В данной связи выделяют мониторинг действий генерального директора и топ-менеджмента, оценку и вознаграждение деятельности менеджеров [Hillman, Dalziel, 2003]. Кроме того, отмечаются роли, связанные со стратегией фирмы: лидерство, активная вовлеченность в установление целей и ценностей [Ingle, Van der Walt, 2001], участие в формулировании стратегии [Hendry, Kiel, 2004]. Немаловажной представляется роль данного органа управления в качестве «консультанта» или «эксперта», предложенная сторонниками теории зависимости от ресурсов [Pfeffer, Salancik, 1978; Dalton et al., 1998], которая включает в себя не только консультирование исполнительных органов организации, но и поддержание репутации компании и установление связей с ее внешним окружением. Вопросом для дальнейших исследований остается то, какие специфические ресурсы могут принести отдельные члены совета директоров в компанию и какова их мотивация к этому [Hillman, Withers, Collins, 2009].

Цель настоящего исследования заключается в выявлении взаимосвязи между структурой советов директоров и финансовой результативностью

компаний. В статье анализируется роль совета директоров в российских компаниях, проводится анализ исследований по взаимосвязи структурных характеристик советов директоров и финансовых показателей деятельности, описывается специфика российских компаний с точки зрения различных характеристик советов директоров и выдвигаются гипотезы исследования. Эконометрический анализ, проведенный в работе на выборке торгуемых российских компаний, позволил сделать и обосновать ряд выводов о взаимосвязи таких характеристик, как размер совета, доля независимых директоров, гендерные аспекты советов директоров, наличие комитетов СД, и финансовых результатов деятельности.

СОВЕТЫ ДИРЕКТОРОВ В РОССИЙСКИХ КОМПАНИЯХ

Согласно Федеральному закону «Об акционерных обществах» (далее — Закон об АО), совет директоров — это коллегиальный орган управления, члены которого избираются собранием акционеров на определенный срок для руководства деятельностью общества в пределах компетенций, установленных законом и уставом организации, причем в акционерных обществах с количеством акционеров более 50 наличие такого органа управления является обязательным [Об акционерных обществах, 1995]. В целом сегодня трудно представить себе компанию, осуществляющую управление без совета директоров.

Полномочия совета директоров компании, указанные законодательством, можно разделить на несколько групп в зависимости от их направленности: это полномочия в сфере общего руководства организацией, в отношении уставного капитала и имущества компании, раскрытия информации и прозрачности компании, прав акционеров. Согласно российскому законодательству, основными функциями совета директоров является определение направления стратегического развития компании и контроль за деятельностью исполнительных органов организации, совет ответственен также за регулирование отношений со всеми стейкхолдерами. Совет директоров оценивает результаты работы исполнительных органов, следит за общими результатами деятельности компании, конкурентной позицией на рынке, достижением поставленных целей, может принимать решения о выдвижении кандидатов в органы управления компании, устанавливать общие принципы отношений с различными группами заинтересованных лиц, отвечает за проведение общего собрания акционеров. Немаловажно, что совет директоров осуществляет проверку и утверждение финансовой отчетности до представления на рассмотрение общему собранию акционеров. Совет директоров может также принимать решения об увеличении уставного капитала путем дополнительной эмиссии акций, о размещении облигаций и других эмиссионных ценных бумаг, о денежной оценке иму-

щества, о приобретении собственных размещенных акций, облигаций и других ценных бумаг, заниматься иными вопросами, отнесенными Уставом акционерного общества к его компетенции. Важными аспектами деятельности совета директоров являются предотвращение и урегулирование корпоративных конфликтов.

В целом роль совета директоров в российских компаниях строится вокруг решения стратегических вопросов — общих проблем организационного развития, контроля совершения крупных сделок. Следующий по значимости блок вопросов, как следует из опроса, проведенного Ассоциацией менеджеров совместно с компанией ЗАО «КПМГ», — финансовый, включающий формирование финансовой политики компании, проведение внутреннего контроля и аудита, определение вознаграждения топ-менеджмента компании [Практики корпоративного управления..., 2011].

Особенностью российской модели корпоративного управления (КУ) является чрезмерное вовлечение совета директоров в оперативное управление фирмой, а также нечеткое разграничение полномочий между советом директоров и исполнительными органами управления АО [Яковлев, Данилов, 2006]. Об этом свидетельствуют, в частности, результаты опроса более 100 российских компаний, осуществленного в 2010 г. Ассоциацией менеджеров совместно с ЗАО «КПМГ». Почти в трети компаний отмечена значительная роль лично генерального директора, президента, председателя правления, а также юридического департамента, который во многих компаниях следит за соответствием практики КУ действующему законодательству. Согласно законодательству, члены коллегиального исполнительного органа АО не могут составлять более одной четверти состава СД, совмещение позиций генерального директора и председателя СД не допускается. Это компенсируется включением в состав совета представителей менеджмента, не являющихся членами исполнительного органа. При этом надо иметь в виду, что если в совете директоров большинство составляют представители менеджмента, то данный орган управления вряд ли может осуществлять адекватный контроль качества управления компанией [Практики корпоративного управления..., 2011].

В работе [Дуляк, 2012] выделено три основных этапа становления советов директоров в России в зависимости от того, как изменялась их роль в компании. На первом этапе (1990–1998 гг.), во время радикального перехода к рыночной экономике и массовой приватизации, совет директоров носил лишь формальный характер. Этому способствовало как отсутствие качественной законодательной базы в отношении данного органа корпоративного управления, так и преобладание в России инсайдерской модели управления с концентрированной собственностью. Советы директоров многих приватизированных корпораций были организованы по

«семейному» принципу, и управление происходило «за закрытыми дверями» («Интеррос», ОАО «ЛУКОЙЛ»). Нередко на посту председателей советов директоров находились собственники компаний, которые и принимали все решения. Второй этап (1999–2007 гг.) был ознаменован последовавшим за кризисом постепенным развитием российского бизнеса, представленного в основном крупными холдингами. Как показало исследование 50 крупнейших публичных российских компаний, в 85% из них существуют ознакомительные программы для новых членов совета, 65% советов директоров ежегодно проводят оценку своей деятельности и раскрывают ее результаты [PricewaterhouseCoopers, 2012a]. Возникла реальная необходимость осуществления стратегического планирования и контроля действий менеджмента, и эти обязанности стали делегироваться советам директоров. Исследование [PricewaterhouseCoopers, 2012b] свидетельствует о растущей степени вовлеченности советов директоров в процесс взаимодействия с различными стейкхолдерами: советы директоров начали теснее взаимодействовать с крупными акционерами, аналитиками, сотрудниками компаний. Кроме того, стала совершенствоваться законодательная база в отношении данного института. Совет директоров как внутренний механизм корпоративного управления все активнее используется российскими компаниями для контроля над деятельностью наемных менеджеров. Это обусловливается наметившейся тенденцией все большего разделения функций собственности и управления, ухода крупных собственников от управления и контроля над деятельностью корпорации в результате активизации интеграционных процессов в российском бизнесе.

СОВЕТЫ ДИРЕКТОРОВ И ФИНАНСОВАЯ РЕЗУЛЬТАТИВНОСТЬ КОМПАНИЙ

Взаимосвязь состава и структуры совета директоров с финансовыми результатами деятельности компаний является предметом многочисленных исследований. К исследуемым характеристикам совета директоров относятся: размер совета директоров, доля директоров, занимающих директорские позиции в других СД, доля независимых директоров, наличие комитетов, средний срок нахождения членов совета директоров (разных групп) в должности, средний размер вознаграждения членов совета директоров, доля в капитале компании, принадлежащая членам совета директоров, разделение функций председателя СД и CEO, гендерный состав совета и др. К показателям, оценивающим финансовую результативность компании, принято относить как бухгалтерские показатели — рентабельность активов (ROA), рентабельность собственного капитала (ROE), рентабельность инвестиций (ROI), так и рыночные меры эффективности — рыночная ценность (MV), коэффициент Тобина (Tobin's Q) и различные мультипликаторы (см., напр.:

[Boyd, 1995; Finkelstein, D'Aveni, 1994; Capon, Farley, Hoening, 1996; Dulewicz, Herbert, 2004; Muth, Donaldson, 1998]).

Вопросам взаимосвязи структуры совета директоров и финансовых показателей деятельности компаний посвящено большое число исследований. Так, авторы работы [Adjaoud, Zeghal, Andaleeb, 2007] не обнаружили взаимосвязи между структурой СД и финансовой результативностью компании, выраженной бухгалтерскими показателями, такими как ROA, ROE, ROI, однако была установлена зависимость в случае, когда результативность измерялась показателями рыночной или экономической добавленной стоимости. Ряд исследований опирался на комбинации рыночных и бухгалтерских показателей [Johnson, Hoskisson, Hitt, 1993]. Выбор того или иного типа финансового индикатора может оказать значительное влияние на результаты, поскольку нет однозначного мнения о том, в какой степени совет директоров, его решения или решения высшего менеджмента могут влиять именно на бухгалтерские или рыночные показатели финансовой результативности [Dalton, 1998]. Выбор между показателями, основанными на данных бухгалтерского учета и рыночных оценках, является одним из самых распространенных вопросов в области исследования влияния основных характеристик совета директоров на финансовую результативность [Gomez-Mejia, Tosi, Hinkin, 1987; Lambert, Larcker, 1987].

Коэффициент Тобина относится к числу наиболее востребованных индикаторов рыночной привлекательности компаний [Ковалев, 2012] и широко используется в исследованиях как мера успешности деятельности торгуемых публичных компаний [Mueller, Reardon, 1993; Denis, McConnell, 2003; La Porta et al., 2002]. Данный коэффициент в общем виде определяется как соотношение рыночной ценности фирмы и восстановительной стоимости ее активов [Боди, Мертон, 2008, с.128]. Подходы к его вычислению таковы: сравниваться могут как рыночная капитализация фирмы и величина ее чистых активов, так и совокупная рыночная цена акций и облигаций фирмы с восстановительной стоимостью ее активов [Ковалев, 2012].

Несмотря на распространенность в исследованиях коэффициента Тобина, необходимо отметить сложность его применения в качестве инструмента анализа. В ряде работ указывается на трудности расчета данного показателя и необходимость использовать информацию из различных источников данных (немногие из которых находятся в свободном доступе) (см., напр.: [Lindenberg, Ross, 1981; Chung, Pruitt, 1994; Perfect, Wiles, 1994; Lewellen, Badrinath, 1997; Lee, Tompkins, 1999]). В частности, методика Линденберга и Росса предполагала разделение значения замещения стоимости всех активов на стоимость зданий и основных средств, запасов и других активов с учетом изменения уровня цен, реального обесценения активов, технологических изменений; рыночная ценность долгосрочной

задолженности вычислялась на основе данных о ценах и доходностях облигаций [Lindenberg, Ross, 1981].

$$Q = \frac{MV(CS) + MV(PS) + MV(D)}{TA + RNP - HNP + RINV - HINV}, \quad (1)$$

где $MV(CS)$ — рыночная стоимость обыкновенных акций, $MV(PS)$ — рыночная стоимость привилегированных акций, $MV(D)$ — рыночная стоимость долга, TA — суммарная величина активов, RNP — восстановительная стоимость внеоборотных активов, HNP — стоимость внеоборотных активов в исторической оценке, $RINV$ — восстановительная стоимость запасов, $HINV$ — стоимость запасов в исторической оценке. Как указывали сами авторы, для вычисления этого показателя им пришлось осуществлять сбор данных с использованием большого числа различных источников: базы данных Compustat, сведений, предоставленных Министерством торговли США (US Department of Commerce), данных рейтинговых агентств Standard&Poor's, Moody's, отчетов SEC 10-K.

Следует отметить, что Чанг и Пруитт, комментируя работу Линденберга и Росса, указывали, что предложенные ими вычисления, необходимые для расчета коэффициента Тобина, «настолько сложны, что маловероятно, что даже самые преданные делу аналитики хотя бы даже предпримут попытку их произвести» [Chung, Pruitt, 1994, p. 70]. Поэтому данный показатель так мало используется менеджментом для принятия решений в реальных условиях [Chung, Pruitt, 1994]. Из-за этих трудностей, связанных с наличием необходимых данных, предпринимались попытки найти способ приближенного вычисления значения этого коэффициента [Chung, Pruitt, 1994; Nohel, Tarhan, 1998]. Например, в работе Чанга и Пруитта представлен подход к вычислению показателя результативности, основанного на данных, которые можно найти в доступных базах, как-то: величина рыночной капитализации компании, оценка долгосрочной задолженности, балансовая стоимость запасов, величина оборотных активов и текущих обязательств и балансовая стоимость всех активов [Chung, Pruitt, 1994; Daldalt, Donaldson, Garner, 2003]. Кроме того, такой подход дает возможность использовать балансовую оценку долгосрочной задолженности и привилегированных акций в случае отсутствия рыночных данных [Chung, Pruitt, 1994].

В работе [Chung, Pruitt, 1994] представлена упрощенная формула расчета приближенного значения коэффициента Тобина. Данный подход к его вычислению был эмпирически апробирован и сделан вывод о том, что эти значения близки к полученным по сложным формулам Линденберга и Росса:

$$\text{Approximate}Q = \frac{MVE + PS + DEBT}{TA}, \quad (2)$$

где MVE — величина капитализации, PS — ликвидационная стоимость привилегированных акций, $DEBT$ — сумма долгосрочных обязательств и краткосрочных обязательств за вычетом текущих активов, TA — суммарная величина активов.

В любом случае очевидное преимущество использования коэффициента Тобина состоит в том, что он основывается как на данных бухгалтерского учета, так и на рыночных оценках. Таким образом, нивелируются аргументы против использования в отдельности бухгалтерского учета или рыночной информации в качестве источников данных для анализа. Считается, что бухгалтерские показатели рентабельности не отражают систематический риск, влияние налогов и не учитывают эффект от НИОКР и рекламы [Benston, 1985]. Коэффициент Тобина, напротив, широко применяется в исследованиях, изучающих влияние таких нематериальных активов, как вложения в НИОКР и расходы на рекламу [Hall, 1993; Megna, Klock, 1993]. Помимо этого, может наблюдаться искажение полученных результатов за счет отраслевых эффектов, чему, по мнению исследователей, коэффициент Тобина подвержен в меньшей степени [Montgomery, Wernerfelt, 1988]. Кроме того, считается, что данный коэффициент в большей мере отражает ожидаемую доходность фирмы в будущем, в отличие, например, от показателя рентабельности инвестиций [Landsman, Shapiro, 1995]. Отметим также, что, отражая результативность фирмы на определенный момент времени, а не за период, коэффициент Тобина представляется более удобным в использовании, чем показатель доходности акций компании, который может служить причиной противоречивых выводов при использовании его в качестве меры результативности деятельности компании [Jensen, Ruback, 1983].

В данной работе представлены результаты эмпирического исследования, направленного на анализ взаимосвязи характеристик совета директоров российских открытых акционерных обществ и результатов деятельности компании, измеренных при помощи коэффициента Тобина.

Размер совета директоров. Размер совета директоров считается одной из его ключевых характеристик. Вопрос о преимуществах и недостатках больших советов директоров исследовался многими зарубежными авторами [Lipton, Lorsch, 1992; Yermack, 1996; Eisenberg, Sundgren, Wells, 1998; Boone et al., 2007; Coles, Daniel, Naveen, 2008; Larmou, Vafeas, 2008].

Обратимся к изучению вопроса о размере совета директоров с точки зрения агентской теории. Как отмечалось, согласно данной теории, первоочередную ролью совета следует считать мониторинг деятельности топ-

менеджеров ввиду возможных конфликтов интересов собственников и менеджеров. Влияет ли размер совета на выполнение им своей главной роли? Если размер совета оказывает влияние на эффективность его деятельности, то можно предположить, что характер подобного влияния может быть различным. К примеру, большие советы директоров могут лучше осуществлять функцию мониторинга, поскольку в них по определению больше «наблюдателей» за действиями менеджеров. В то же время малые советы могут, возможно, более эффективно выполнять функцию мониторинга по сравнению с советами большого размера, в которых велика вероятность возникновения внутренних конфликтов или «проблемы безбилетника».

Если обратиться к теории зависимости от ресурсов, то во главу угла ставится роль совета директоров как проводника ресурсов из внешней среды. Логично предположить, что в таком случае будут звучать аргументы в пользу большего размера совета директоров. По мнению исследователей, придерживающихся данной теории, чем больше необходимость связей с внешней средой, позволяющих получить доступ к необходимым ресурсам, к примеру, внешнему финансированию или информации, тем больше размер совета [Pfeffer, Salancik, 1978].

Можно согласиться с тем, что одним из важнейших преимуществ больших советов директоров является то, что они выступают носителями большего объема коллективной информации о факторах, влияющих на ценность фирмы (продуктовые рынки, технология, регулирование, слияния и поглощения и др.) [Muravyev, Berezinets, Ilina, 2011]. Советы большого размера могут быть более эффективными в выполнении функции консультирования [Dalton et al., 1999], которая, наряду с мониторингом, является важной функцией совета директоров. Нельзя не сказать о размере СД и с точки зрения психологии. Небольшой размер совета может способствовать слаженности его работы как группы — считается, что таким советам легче достичь консенсуса и инициировать принятие каких-либо стратегических решений [Judge, Zeithaml, 1992]. Среди исследователей-теоретиков существуют мнения о том, что оптимальное число членов совета директоров должно насчитывать 7–8 [Jensen, 1993] или 8–9 человек [Lipton, Lorsch, 1992]: если размер совета слишком мал, то у действующих директоров может ощущаться нехватка каких-либо качеств и навыков, а слишком большое количество членов затрудняет его работу, замедляя процесс принятия решений.

В Российской Федерации количественный состав совета директоров определяется уставом акционерного общества или решением общего собрания акционеров. Закон «Об акционерных обществах» предусматривает следующий минимальный количественный состав совета директоров в зависимости от числа акционеров общества: «для общества с числом акционеров — владельцев голосующих акций общества не более 1000 — не менее

пяти членов; для общества с числом акционеров — владельцев голосующих акций общества более 1000 — не менее семи членов; для общества с числом акционеров — владельцев голосующих акций общества более 10 000 — не менее девяти членов» [Об акционерных обществах, 1995, ст.66 (3)].

На практике, как показывают исследования, в среднем большинство советов директоров российских компаний насчитывает 9 человек, при этом также часто встречаются советы, состоящие из 7 или 11 директоров [Филатов, Крюкова, 2008; Филатов, 2009]. Встречаются как советы директоров с минимально возможным количеством членов, так и советы, насчитывающие 12 директоров и более. Одно из последних исследований, проведенное на выборке 50 крупнейших публичных российских компаний, выявило, что средний размер совета директоров среди данных компаний составил 10 человек, наблюдался разброс среди компаний — от 5 до 18 членов совета [PricewaterhouseCoopers, 2012a]. Это сопоставимо с результатами аналогичных исследований советов директоров Великобритании среди крупнейших компаний FTSE-100 и S&P-500 — средний размер советов директоров насчитывал 11 человек [PricewaterhouseCoopers, 2012a]. Причем 33% опрошенных компаний-респондентов в России, США и Великобритании отметили увеличение размера совета директоров в течение последних трех лет, и лишь 6% — его уменьшение [PricewaterhouseCoopers, 2012a].

В рамках проведенного авторами данной статьи исследования основной вопрос заключается в том, существует ли взаимосвязь между ключевыми характеристиками совета директоров и показателями финансовой результативности российских компаний. В связи с этим сначала более подробно остановимся на вопросе о взаимосвязи между размером совета директоров и финансовыми результатами деятельности компании. Этот вопрос активно обсуждается и изучается во многих зарубежных и ряде российских эмпирических исследований. Несмотря на то что имеются аргументы как «за», так и «против» больших советов, значительное число исследователей делает вывод о наличии обратной зависимости между размером совета директоров и результативностью фирмы. При этом исследователи приходят к различным выводам при использовании в качестве индикаторов финансовой результативности рыночных и бухгалтерских показателей.

Так, Йермак в своем исследовании [Yermack, 1994] обнаружил обратную зависимость между числом членов в совете директоров и коэффициентом Тобина на выборке из 452 американских компаний в период с 1984 по 1991 г. Подтверждение обратной зависимости коэффициента Тобина от размера совета директоров было обнаружено и в исследовании Барнхарта и Розенштейна, которые изучали влияние структуры совета директоров компаний на выборке из 321 фирмы из списка S&P-500 [Barnhart, Rosenstein, 1998].

В исследовании [Conyon, Peck, 1998], проведенном на выборке европейских фирм, была выявлена обратная зависимость рыночных показателей результативности от размера совета директоров. Об этом же свидетельствуют результаты ряда недавних исследований. Так, обратная взаимосвязь между размером совета директоров и коэффициентом Тобина была обнаружена для компаний, представленных на Афинской фондовой бирже [Drakos, Bekiris, 2010]. В то же время существуют исследования, в которых установлена прямая связь между размером совета директоров и результативностью компании [Dalton et al., 1999]. Подобная зависимость установлена и в работе [Kiel, Nicholson, 2003], в которой представлено исследование на выборке 348 австралийских компаний, однако только для рыночных показателей результативности, но не для показателей, основанных на данных бухгалтерского учета. В недавнем исследовании, проведенном на выборке австралийских компаний, авторы пришли к заключению о том, что размер совета директоров находится в обратной взаимосвязи с показателем рентабельности активов, однако в прямой взаимосвязи — с коэффициентом Тобина. Авторы объясняют это следующим образом: взаимосвязь размера совета с бухгалтерским показателем прибыльности показывает эффективность рекомендаций австралийского кодекса корпоративного управления относительно того, что размер совета должен быть снижен до уровня, обеспечивающего возможность эффективного принятия решений. Прямая взаимосвязь размера СД с рыночным показателем ценности компании свидетельствует о том, что рынок высоко оценивает большие советы директоров с их способностью привнести в компанию больше ценных ресурсов [Christensen, Kent, Stewart, 2010].

В статье [Coles, Daniel, Naveen, 2008] авторы обращаются к вопросу о том, почему, несмотря на многочисленные выводы исследователей о предпочтительности малых советов, все-таки существуют компании с большими советами директоров. Авторы ссылаются на исследования [Lipton, Lorsch, 1992; Jensen, 1993], в которых указывается на то, что работа советов директоров большого размера может быть менее эффективной по сравнению с малыми советами в силу проблем координации действий с увеличением числа директоров. Кроме того, в [Coles, Daniel, Naveen, 2008] приводятся ссылки на работы [Yermack, 1996; Eisenberg, Sundgren, Wells, 1998], содержащие эмпирические подтверждения обратной взаимосвязи коэффициента Тобина и размера совета директоров.

Основываясь на указанных исследованиях, мы задались следующим важным вопросом: почему в таком случае по-прежнему существуют советы директоров большого размера, даже в тех компаниях, где законодательно они могут быть меньше? В работе [Coles, Daniel, Naveen, 2008] выдвинута гипотеза о том, что не для всех фирм малые советы могут быть одинаково

эффективны. В частности, они предполагают, что для диверсифицированных компаний и компаний с большой долей заемного капитала советы директоров большого размера могут представлять особую ценность за счет своей роли в качестве «консультантов» для СЕО. Поскольку подобные компании являются более сложными и комплексными в управлении, то для них важна не только мониторинговая роль совета директоров (здесь преимущество принадлежит малым советам), но и роль СД как «советчика», «консультанта» в вопросах управления сложными организациями.

Авторы проверяют гипотезу исследования на выборке американских фирм за 1992–1998 гг., объем выборки составил 2740 наблюдений. Анализ описательной статистики показал, что размер советов диверсифицированных компаний на 15% больше, чем у компаний, сфокусированных на одной отрасли. Кроме того, они установили, что большой размер совета имели фирмы с уровнем левериджа выше медианного по выборке. Регрессионный анализ подтвердил предположения авторов о том, что для диверсифицированных компаний и компаний с высокой долей заемных средств с увеличением размера совета директоров характерна положительная динамика коэффициента Тобина, а для недиверсифицированных фирм и фирм с низким уровнем левериджа — наоборот, обратная взаимосвязь размера совета директоров и коэффициента Тобина.

Таким образом, авторы работы [Coles, Daniel, Naveen, 2008] установили, что взаимосвязь между коэффициентом Тобина и размером совета является нелинейной, и сделали вывод: малые и большие советы директоров эффективнее, чем советы среднего размера.

Нелинейную зависимость между результативностью фирмы и размером совета директоров исследовали и японские авторы в работе [Sakawa, Watanabel, Ben-Zion, 2009]. Гипотезу о том, что взаимосвязь между результативностью фирмы (измеряемой как соотношение рыночной и балансовой стоимости) и размером совета директоров описывается U-образной кривой, авторы проверяли на выборке 522 японских промышленных компаний за 1991–1995 гг. Регрессионный анализ позволил авторам принять данную гипотезу.

В то же время ряд исследователей не нашел взаимосвязи между финансовой результативностью и размером совета директоров [Beiner et al., 2004; Van, Postma, Sterken, 2008; Lehn, Patro, Zhao, 2009].

В нашем исследовании, как и в работе [Coles, Daniel, Naveen, 2008], мы также предполагаем, что взаимосвязь между размером совета директоров и коэффициентом Тобина нелинейная. Если говорить более конкретно, то мы предполагаем наличие нелинейной (квадратичной) взаимосвязи между размером совета и финансовой результативностью. Возможно, для российских компаний будет более эффективным либо придерживаться мини-

мальных требований к размерам совета, выдвигаемых законодательством, либо формировать советы больших размеров с целью осуществления более пристального мониторинга деятельности менеджмента, особенно в крупных диверсифицированных компаниях.

Гипотеза 1. Для российских компаний имеет место нелинейная зависимость между размером совета директоров и финансовой результативностью.

Независимые директора в совете. Большая часть исследований по корпоративному управлению — как зарубежных, так и российских — посвящена независимым директорам, их роли в совете директоров и влиянию на результативность деятельности фирмы. Всех членов совета директоров можно разделить на внутренних и внешних. Внутренним директором (инсайдером) называют члена совета директоров, который является менеджером компании, его также называют исполнительным директором. Внешний директор — это член совета директоров компании, не являющийся ее сотрудником. Синонимом «внешний» выступает термин «неисполнительный директор» [Бухвалов, Смирнов, 2012]. Независимым директором называют внешнего директора, избранного акционерами, не имеющего никаких иных взаимоотношений с компанией, не зависящего финансово от контролирующих акционеров, менеджмента компании и аффилированных с ними лиц [Бухвалов, Смирнов, 2012]. Независимого директора отличает то, что благодаря материальной независимости от компании он способен иметь собственные суждения и, будучи профессионалом, готов принимать квалифицированное решение, за которое отвечает своим именем и репутацией. Согласно Кодексу корпоративного поведения (далее — Кодекс), включение независимых директоров в состав совета «*позволяет сформировать объективное мнение совета директоров по обсуждаемым вопросам, что, в конечном счете, способствует укреплению доверия инвесторов к обществу*» [Кодекс корпоративного поведения, 2002].

В настоящем исследовании авторы опираются на требования к независимым директорам, сформулированные в Кодексе. Прежде всего независимый директор не должен принадлежать к числу работников или управляющих лиц организации в течение трех последних лет; также он не должен являться аффилированным лицом или крупным контрагентом организации. Немаловажно, что к числу независимых директоров, согласно критериям Кодекса, не могут принадлежать представители государства, а также члены совета директоров, занимавшие свой пост более семи лет. Необходимо отметить, что требования, предъявляемые Кодексом, гораздо жестче требований к независимым директорам, прописанных в Законе об АО.

Вопрос о независимых директорах является очень спорным и широко дискутируемым в области корпоративного управления. Сторонники агентской теории считают, что присутствие в совете независимых директоров позволяет лучше выполнять первостепенную (в рамках данной теории) задачу, стоящую перед советом директоров, — мониторинг деятельности менеджеров с целью соблюдения интересов акционеров [Jensen, Meckling, 1976]. С точки зрения теории зависимости от ресурсов независимые директора воспринимаются как «проводники» ресурсов из внешней среды, необходимых для повышения эффективности деятельности фирмы [Pfeffer, Salancik, 1978]. Считается, что члены совета, не находящиеся в каких-либо отношениях подчинения или зависимости от представителей менеджмента, скорее склонны принимать независимые решения или соглашаться с независимыми суждениями.

Включение в состав совета независимых директоров может помочь компании принимать аргументированные решения, которые бы полностью учитывали интересы компании и ее акционеров, а также обеспечить появление независимых систем контроля (финансового, рисков, деятельности менеджеров) [Филатов, Кравченко, 2007]. Однако следует отметить, что теория доверительного управления (*stewardship theory*) не поддерживает сложившуюся точку зрения о необходимости доминирования независимых директоров, поскольку предполагает, что топ-менеджеры компаний — надежные управленцы и что инсайдеры способны лучше руководить бизнесом и принимать нужные решения, зная компанию изнутри [Donaldson, Davis, 1991].

Способность осуществлять объективный контроль зависит от степени независимости совета: сторонники агентской теории считают, что у советов директоров, в которых доминируют инсайдеры и зависимые неисполнительные директора, отсутствуют стимулы к поддержке акционеров в том случае, если их интересы противоречат интересам менеджеров. Таким образом, советы, которые в большей степени состоят из зависимых директоров, теряют способность осуществлять объективный контроль и мониторинг, что негативно сказывается на результатах деятельности фирмы. Именно неисполнительные директора осуществляют более эффективный контроль над деятельностью менеджеров [Fama, Jensen, 1983].

В исследовании [Ozkan, 2007] показано, что в компаниях с большей долей неисполнительных (внешних) директоров компенсационные пакеты топ-менеджеров гораздо крупнее, чем в других компаниях, и продемонстрировано, что неисполнительные директора не являются более эффективными с точки зрения мониторинга по сравнению с исполнительными директорами. По мнению сторонников теории зависимости от ресурсов, у инсайдеров и других аффилированных с компанией директоров больше стимулов к обеспечению

фирмы ресурсами: они с большей готовностью предоставляют рекомендации и консультируют, используют связи во внешней среде, в том числе с другими организациями, налаживают каналы коммуникации, стремятся к улучшению имиджа компании [Dalton et al., 1998]. Следовательно, такие советы директоров способны лучше исполнять функции «проводников» ресурсов, что положительно влияет на результаты деятельности фирмы [Hillman, Dalziel, 2003].

Большинство кодексов корпоративного управления настоятельно рекомендует, чтобы независимые директора составляли существенную долю в совете директоров (порядка 50%). Вопрос эффективности внедрения в совет независимых директоров остается открытым. Необходимо принимать во внимание также статус независимого директора. Например, независимые директора, являющиеся в то же время топ-менеджерами крупных компаний, могут внести на своей позиции директора больший вклад, чем директора, которые привлекаются в компанию только по причине высокого общественного или политического статуса.

Обратимся к российской практике включения независимых директоров в состав совета директоров компании. Закон об АО не содержит требований об обязательном вхождении в состав совета независимых директоров. Несмотря на то что роль независимого директора сегодня еще недостаточно признана в российской практике, развитие данного института признается важным [Практики корпоративного управления..., 2011].

До недавнего времени компании приглашали независимых директоров в основном перед публичным размещением акций, поскольку вынуждены были подчиняться требованиям бирж. Так, по данным исследования Heidrick & Struggles, наиболее вероятно, что присутствие независимых директоров в советах 90% российских компаний, имеющих зарубежные листинги, объяснялось не желанием компаний выстраивать и совершенствовать систему корпоративного управления, а необходимостью удовлетворять требованиям иностранных бирж [Heidrick & Struggles, 2007].

Исследование, проведенное на выборке российских компаний, показало, что в среднем доля независимых директоров в совете не превышает 30% [Филатов, Крюкова, 2008]. В исследовании, осуществленном ЗАО «КПМГ» [Практики корпоративного управления..., 2011], сделан вывод о том, что независимые директора входили в состав советов в 70% компаний. Результаты исследования Российского института директоров показали, что в 2010 г. в 69% опрошенных компаний присутствовал хотя бы один независимый директор, однако лишь в трети компаний доля независимых директоров достигала 25% и более [Исследование практики корпоративного управления в России..., 2012].

Как показало исследование [PricewaterhouseCoopers, 2012a], проведенное на выборке 50 крупнейших российских компаний, в составе совета

встречалось от 1 до 9 независимых директоров, составлявших от 9 до 86% от общего количества членов совета. В среднем доля независимых директоров данных компаний составила 39%; в 75% компаний в состав совета директоров входило не менее трех независимых членов. Однако авторы отмечают, что лишь в 4% компаний установлено требование о том, что число независимых директоров должно составлять не менее половины от общего числа членов совета, и почти половина компаний следовала лишь минимальным критериям независимости, указанным в законодательстве [PricewaterhouseCoopers, 2012a]. Вместе с тем эксперты из Heidrick & Struggles утверждают, что в последнее время российские компании ищут не просто независимых директоров, а стремятся найти профессионалов с определенным бэкграундом, который помогал бы решать определенные задачи [Вырковский, 2009]. По данным исследований, в большинстве своем независимые директора либо являются специалистами в области финансов, аудита или экономики, либо имеют опыт работы CEO в других компаниях [Филатов, Крюкова, 2008]. Следует также отметить, что в последние годы все больше внимания обращается на реальный вклад независимых директоров в работу совета и результативность компании. Тем не менее в числе наиболее часто обозначаемых проблем функционирования института независимых директоров в России упоминается то, что независимый директор как представитель миноритарных акционеров и исполнитель независимого мониторинга менеджмента компании в интересах всех акционеров на сегодня недостаточно востребован. Кроме того, существует неопределенность в отношении ответственности независимого директора, которую он несет перед акционерами за принимаемые решения [Практики корпоративного управления..., 2011].

Что касается проблемы взаимосвязи независимых директоров и финансовой результативности фирмы, то единого мнения по этому вопросу до сих пор не существует. Ряд исследователей обнаруживает положительную взаимосвязь между независимостью совета директоров и финансовой результативностью компаний [Rosenstein, Wyatt, 1990; Andres, Vallelado, 2008]. В то же время в работах [Hermalin, Weisbach, 1991; Dalton et al., 1998; Bhagat, Black, 2002; Peng, Buck, Filatotchev, 2003; Bhagat, Bolton, 2008] не найдено подтверждения того, что доминирование независимых директоров в совете обеспечивает финансовые выгоды для акционеров, а также выявляются лучшие результаты у компаний, в советах директоров которых доминируют инсайдеры [Kiel, Nicholson, 2003; Drakos, Bekiris, 2010]. На выборке канадских компаний ученые установили обратную зависимость результатов деятельности от независимости совета [Bozec, 2005]. К аналогичным выводам пришли также исследователи английских и американских компаний [Dulewicz, Herbert, 2004]. В работах [Klein, 1998; Shivdasani, Yermack, 1999] по-

лучены аналогичные результаты. В уже упомянутой ранее работе [Christensen, Kent, Stewart, 2010] авторы обнаружили отрицательную зависимость между долей независимых директоров и бухгалтерскими показателями прибыльности (рентабельностью активов) и рыночной ценности (коэффициентом Тобина).

Взаимосвязи между долей независимых директоров в компании и финансовыми результатами деятельности компании не было обнаружено в исследовании [Bhagat, Black, 2002]. Авторы подчеркивают, что независимость может быть «недостаточной» из-за личных или скрытых связей директоров с менеджментом либо фирмой в целом; кроме того, у независимых директоров может быть недостаточно стимулов к максимизации успешности фирмы. Ценность инсайдеров может быть выше из-за их лучшей осведомленности, которая отражается на качестве принимаемых решений. В своем исследовании, проведенном на выборке 314 приватизированных российских компаний, авторы [Peng, Buck, Filatotchev, 2003] также не выявили значимой связи между долей внешних директоров и результатами деятельности фирмы.

Несмотря на наличие противоречивых результатов, полученных во многих исследованиях, а также нечетко определенной роли независимых директоров в российских компаниях, мы все же склонны предполагать, что существует прямая взаимосвязь между рыночными показателями финансовой результативности и долей независимых директоров в советах директоров российских компаний.

Гипотеза 2. Для российских компаний имеет место прямая зависимость между долей независимых директоров и финансовой результативностью.

Женщины в совете директоров. Вопрос присутствия женщин в советах директоров является одним из наиболее обсуждаемых в академической среде. Существуют исследования, которые показывают взаимосвязь между гендерными характеристиками совета директоров и результативностью деятельности компаний. Интерес к данным вопросам обусловлен тем, что, хотя с точки зрения агентской теории и теории зависимости от ресурсов гендерная принадлежность членов совета директоров не оказывает влияния на эффективность выполнения его функций, по результатам многих исследований наличие женщин в совете директоров влияет на эффективность его деятельности. В связи с этим целый ряд эмпирических работ направлен на изучение тенденции к изменению роли женщин в советах. В частности, установлено, что в последние годы отмечена тенденция к увеличению доли женщин в советах. Так, в Великобритании доля женщин в советах директоров крупнейших компаний составляет 12,5%, в Германии — 9, во Франции — 8,2, в Северной Америке — 11,4, в Китае — 6,6, в Индии — 4,1%. В среднем

в Европе этот показатель составляет 9,6%, а наибольшее его значение отмечается в Норвегии (35,9%), Швеции (23%) и Финляндии (21%) [Гончарова, Авшалумова, 2011]. Кроме того, в некоторых странах вопрос присутствия женщин в советах директоров регулируется государством: например, сегодня в Испании, Исландии, Франции, Финляндии и Норвегии уже действуют принятые на уровне законодательства квоты [Смирнова, 2011].

Как отмечается в исследовании [Adams, Ferreira, 2009], женщины склонны чаще посещать заседания совета директоров, чем их коллеги-мужчины, они нередко становятся членами комитетов, осуществляющих функцию мониторинга, таких как комитеты по аудиту, по кадрам, по корпоративному управлению. Есть мнение о том, что включение директоров-женщин в состав совета помогает сделать его менее однородным и предотвратить «групповое мышление», тем самым улучшая качество принимаемых решений [Davies, 2011]. Женщин-директоров ценят за способность вносить стратегический взгляд, принимать во внимание различные точки зрения, что способствует рассмотрению большего числа альтернатив и улучшению процесса принятия решений [Bilimoria, 2000]. Кроме того, исключительную роль в совете женщины могут играть благодаря их партисипативному стилю лидерства [Pearce, Zahra, 1991] и склонности к принятию во внимание нужд других [Bradshaw, Wicks, 2000], что помогает при решении стратегических вопросов, важных для компании и ее стейкхолдеров. Например, внимание женщин-директоров часто привлекают вопросы корпоративной социальной ответственности или экологических проблем [Nielsen, Huse, 2010]. Женщины способны изменять динамику поведения всего коллектива, происходящие в нем процессы коммуникаций, межличностного взаимодействия в пользу принятия более креативных, инновационных и нетрадиционных решений [McInemey-Lacombe, Bilimoria, Salipante, 2008]. Более того, существует мнение, что женщины более ответственно подходят к работе в совете директоров, готовясь к собраниям, проводя оценку собственной работы, определяя возможности для улучшений [Huse, Solberg, 2006].

Многие исследователи предполагают, что советы директоров с большей долей женщин более склонны к ведению дискуссий и обсуждений [Pearce, Zahra, 1991; Bilimoria, Huse, 1997; Huse, Solberg, 2006; Nielsen, Huse, 2010]. В работе [Higgs, 2003] утверждается, что присутствие женщин в совете увеличивает эффективность его деятельности, поэтому компании при выборе членов совета должны больше опираться на профессиональные группы, в которых представлены женщины. К подобным выводам приходят авторы в [Westphal, Milton, 2000; Carter, Simkins, Simpson, 2003]. В то же время директора-женщины могут оказаться обособленными от большинства: наличие «меньшинства» в совете директоров снижает уровень «социального единства», возникают социальные барьеры, препятствующие тому, что-

бы мнение меньшинства учитывалось в коллективных решениях [Westphal, Milton, 2000]. Исследователи считают, что для того, чтобы женщины стали восприниматься в качестве полноправных членов совета, их количество должно достигнуть «критической массы» в 30% [Women Matter..., 2007]. Важность присутствия женщин в советах директоров объясняется и тем, что они представляют значительный источник человеческого капитала для компании [Simpson, Carter, Souza, 2010]. Однако некоторые исследователи не согласны с подобным мнением: женщины могут обладать внушительным человеческим капиталом, но не обязательно подходящим для занятия должности в совете директоров [Terjesen, Singh, Vinnicombe, 2009]. Например, многие женщины могут быть весьма образованными в области медицины или науки, но при этом не иметь должного опыта на руководящих постах в компаниях [Simpson, Carter, Souza, 2010]. В работе [Croson, Gneezy, 2009] отмечается, что женщины менее склонны к риску и конкуренции, чем мужчины. Кроме того, ряд исследований показывает, что женщины, находящиеся на ведущих позициях в компаниях, имеют предпочтения по риску, аналогичные мужчинам, ввиду объективно существующего отбора на такого рода позиции [Johnson, Powell, 1994; Atkinson, Baird, Frye, 2003]. Это позволяет сделать вывод о том, что в данном аспекте гендерные различия в совете не имеют важного значения.

Представляется интересным рассмотреть гендерные аспекты структуры советов директоров российских компаний. Согласно результатам исследования российской консалтинговой компании Board Solutions, в публичных российских компаниях доля женщин составила 7% (из 459 директорских мест в 48 компаниях) [Гончарова, Авшалумова, 2011]. Исследования также показывают, что за последние несколько лет серьезных изменений в представительстве женщин в СД не наблюдалось: в 2009 г. доля женщин в российских советах директоров достигла 5,8% [Women Matter..., 2010], а в 2007 и 2008 гг., согласно исследованию Ассоциации независимых директоров, — 4 и 6% соответственно [Гончарова, Авшалумова, 2011]. Отмечается, что в российских компаниях доля женщин в советах директоров меньше доли женщин в топ-менеджменте [Филатов, 2010]. По мнению А. Беловой, независимого директора ОАО «Международный аэропорт „Шереметьево“», председателя комитета по стратегии, причиной немногочисленности женщин на постах в советах директоров может выступать тот факт, что и в высшем руководстве российских компаний сейчас доля женщин невелика, а ведь именно представители высшего управленческого звена, «как правило, являются главными кандидатами в совет директоров». В 2012 г., по результатам исследования [PricewaterhouseCoopers, 2012a], среди 50 крупнейших публичных российских компаний женщины составляли лишь 7% от общего числа директоров в совете, и ни в одной из данных компаний пост председателя совета директо-

ров они не занимали. Отметим и тот факт, что почти в половине компаний женщины в составе директоров отсутствовали. Несмотря на то что среди половины опрошенных компаний существует мнение, что многообразие совета директоров (diversity), в том числе обеспечиваемое посредством участия женщин-директоров, может способствовать повышению эффективности его работы, лишь немногие компании реализуют на практике меры по обеспечению подобного многообразия [PricewaterhouseCoopers, 2012a].

Как же увеличение доли женщин в советах директоров отражается на финансовых результатах компании? В большом числе работ была обнаружена прямая зависимость показателей финансовой результативности от доли женщин в советах директоров. К примеру, авторы [Carter, Simkins, Simpson, 2003] на выборке 638 фирм из списка Fortune 1000 находят подтверждение прямой взаимосвязи коэффициента Тобина как показателя ценности фирмы и доли женщин в советах директоров. Подобные выводы содержатся в исследовании [Adams, Ferreira, 2009], проведенном на выборке фирм S&P 500, для компаний, в которых отмечена слабая система защиты прав акционеров. В работе [Campbell, Minguez-Vera, 2007] авторы находят статистически значимую связь между присутствием женщин в совете и результативностью фирмы. Полученные результаты свидетельствуют о прямой связи между коэффициентом Тобина и соотношением числа женщин и мужчин в совете директоров. Вместе с тем в исследовании [Farrel, Hersch, 2005] авторам не удалось найти подтверждения взаимосвязи присутствия женщин в совете директоров и показателя рентабельности активов. В исследовании [Simpson, Carter, Souza, 2010] авторы на выборке крупных компаний США не выявили зависимости коэффициента Тобина от включения женщин в совет директоров. Имеется ряд работ, в которых обнаружена обратная зависимость между долей женщин в совете директоров и результативностью фирмы, как, например, в исследовании [Shrader, Blackburn, Iles, 1997] на выборке 200 фирм Fortune 500, где в качестве показателей результативности использовались рентабельность активов и рентабельность капитала.

Следуя за рядом вышеупомянутых исследований и принимая во внимание многочисленные аргументы в пользу присутствия женщин в совете директоров, мы выдвигаем предположение о прямой взаимосвязи результативности фирмы с долей женщин-директоров в совете.

Гипотеза 3. Для российских компаний имеет место прямая взаимосвязь между долей женщин в совете директоров и финансовой результативностью.

Комитеты советов директоров. Современная практика управления компаниями показывает, что, наряду с широким спектром обязанностей совета директоров в целом, для целенаправленного решения отдельных

задач могут создаваться специализированные комитеты. Ряд исследований в области советов директоров посвящен взаимосвязи между наличием определенных комитетов в советах и результатами деятельности компаний. Идея заключается в том, что наличие специализированных комитетов может влиять на эффективность деятельности совета директоров, что, в свою очередь, воздействует на результативность деятельности компании. Наличие, состав и сферы ответственности комитетов определяются непосредственно советом директоров. Важно, что подобные комитеты дают возможность сосредоточиться на том или ином вопросе и проводить глубокий анализ проблем; обычно результатом деятельности комитета является выработка рекомендаций для совета директоров по рассматриваемому вопросу. По сути, функции совета директоров выполняются отдельными комитетами [Laux, Laux, 2009]. Комитеты могут существовать как на постоянной, так и на временной основе (например, для контроля за осуществлением определенной сделки).

Комитеты по аудиту обеспечивают процесс коммуникации между менеджментом фирмы и внешними аудиторами, осуществляя внутренний мониторинг финансовой отчетности и таким образом выполняя роль механизма внутреннего контроля и способствуя снижению агентской проблемы путем уменьшения асимметрии информации между инсайдерами и аутсайдерами. В задачи комитета входят обеспечение достоверности финансовой отчетности и соблюдение компанией требований по раскрытию информации.

Комитету по вознаграждениям делегируются задачи обсуждения и принятия решений о схемах вознаграждения топ-менеджеров, которые соответствовали бы не только их интересам, но и интересам акционеров. С помощью систем вознаграждения советы директоров компаний могут попытаться состыковать интересы акционеров и менеджеров посредством заключения стимулирующих контрактов, которые являются одним из внутренних механизмов корпоративного управления, направленных на смягчение агентских конфликтов [Муравьев, Березинец, Ильина, 2010].

Комитет по кадрам (по назначениям) призван обеспечивать интересы акционеров через отбор директоров, которые обладают необходимым опытом и знаниями для исполнения своей роли, и регулярную оценку деятельности совета директоров, что должно приводить к повышению финансовой результативности деятельности компании [Christensen, Kent, Stewart, 2010]

Кроме того, с помощью работы комитетов особое и целенаправленное внимание может уделяться разработке стратегии и определению целей и приоритетов компании (комитет по стратегическому планированию), соблюдению различных этических норм и законодательных актов (комитет

по этике), урегулированию корпоративных конфликтов (одноименный комитет).

На практике складывается следующая ситуация с комитетами советов директоров в российских компаниях. В исследовании [Филатов, Крюкова, 2008] авторы указывают, что комитеты были созданы в 85% компаний выборки и в среднем в компаниях имелось по три комитета совета директоров. При этом комитет по аудиту был сформирован во всех компаниях, в которых были комитеты в советах директоров. Комитеты по кадрам и вознаграждениям и комитеты по стратегии имелись в 77 и 56% компаний соответственно.

Согласно исследованию Российского института директоров, сегодня в России наблюдается рост числа компаний, создающих комитеты по аудиту и комитеты по кадрам и вознаграждениям: их доля составила 81 и 73% соответственно среди исследованных компаний [Исследования практики..., 2012]. Однако эффективность работы комитетов остается под вопросом: например, отмечалось, что комитеты по аудиту во многих компаниях носят «скорее информативный, чем превентивный характер» [Практики корпоративного управления..., 2011]. Менее чем в половине компаний комитет по аудиту был полностью независимым, а комитет по кадрам и вознаграждениям лишь в 39% компаний состоял из независимых директоров. Как отмечалось, исполнительные директора и даже внешние эксперты входили в состав указанных комитетов в 52 и 37% компаний соответственно [Российский институт директоров, 2012]. Однако в российской практике встречаются компании, в которых комитеты по аудиту и по кадрам и вознаграждениям становятся одними из главных контролирующих органов. Исследование [PricewaterhouseCoopers, 2012a] показало, что в 94% компаний из 50 крупнейших публичных российских компаний были созданы комитеты по назначениям, хотя на практике они часто играют ограниченную роль в поиске и подборе неисполнительных директоров.

Распространено мнение о том, что существование комитетов в системе корпоративного управления компании улучшает эффективность как работы совета директоров, так и функционирования организации. Это объясняется тем, что у компании появляются механизмы корпоративного управления, которые способствуют выполнению особых задач и разрешению важных для организации вопросов, ведь на уровне комитетов возникают и принимаются наиболее важные для компании решения, которые оказывают влияние на результаты ее деятельности. К примеру, Адамс и Феррейра приходят к выводу о том, что комитеты советов директоров в диверсифицированных компаниях уделяют больше внимания задаче мониторинга и контроля, а в молодых и растущих компаниях — вопросам стратегии [Adams, Ferreira, 2003].

Однако внимание зарубежных исследователей направлено не столько на наличие комитетов в компаниях, сколько на их состав и структуру: возраст, стаж членов комитетов, присутствие в комитетах независимых директоров и инсайдеров, членство в нескольких комитетах. Например, Ньюман и Мозес обнаружили, что доминирование инсайдеров в комитете по вознаграждениям обеспечивает более выгодное положение генерального директора при определении вознаграждения в зависимости от результатов деятельности фирмы [Newman, Mozes, 1999]. Доминирование инсайдеров в финансово-инвестиционных комитетах имеет прямую связь с рыночными показателями результативности компании [Klein, 1998]. Вместе с тем независимость комитетов по аудиту обеспечивает достоверность финансовой отчетности фирмы и играет важную роль в улучшении качества бухгалтерского учета [Adams, Hermalin, Weisbach, 2010]. Авторы находят подтверждение тому, что существование независимого комитета по аудиту делает менее вероятными завышение менеджерами прибыли [DeFond, Jambalvo, 1991] и мошенничество с отчетностью [Klein, 2002].

Опыт и знания членов комитетов также отмечены исследователями как факторы, имеющие влияние на результаты деятельности самих комитетов и, как следствие, фирмы в целом. К примеру, в работе [Aldamen et al., 2011] на выборке фирм S&P-300 было установлено, что фирмы с большим количеством финансовых экспертов в комитетах по аудиту отличались более высокими показателями результативности. В исследовании, проведенном на выборке 100 австралийских компаний, сделан вывод о том, что наличие в компании комитетов по аудиту, назначениям и вознаграждениям приводит к повышению доходности для акционеров с точки зрения рыночных показателей ценности [Calleja, 1999]. К подобным же выводам пришли авторы [Christensen, Kent, Stewart, 2010] в своем более позднем исследовании австралийских компаний, пытавшиеся сравнить рекомендации австралийского кодекса корпоративного управления с результатами эмпирических наблюдений. В данном аспекте положительное влияние трех упомянутых комитетов совета директоров на показатели как бухгалтерской прибыльности, так и рыночной привлекательности, выраженной коэффициентом Тобина, демонстрирует эффективность рекомендаций кодекса.

Попытки установить взаимосвязь между наличием комитетов и результативностью фирмы не всегда приводят к ожидаемым результатам: к примеру, исследование [Hayes, Mehran, Schaefer, 2004] на выборке фирм S&P 500 не выявило взаимосвязи между наличием комитетов и результативностью компании, за исключением комитета по кадрам, однако была установлена прямая взаимосвязь между коэффициентом Тобина и долей акций в руках членов финансово-инвестиционных комитетов и комитетов по стратегии.

Исследование [Bozec, 2005] не подтвердило значимого влияния наличия комитетов по аудиту и вознаграждению на рыночные показатели деятельности компании. Авторам не удалось найти российских исследований, посвященных изучению непосредственной взаимосвязи между результативностью компаний и наличием комитетов. В настоящее время отмечается возрастающая тенденция к созданию российскими компаниями комитетов советов директоров [Российский институт директоров, 2012]. В нашем исследовании мы предпримем попытку проверить предположение о том, что показатели финансовой результативности для российских компаний, в которых есть комитеты по аудиту, по кадрам и вознаграждениям или по стратегии, будут отличаться от соответствующих показателей для тех компаний, в которых указанные комитеты отсутствуют.

Гипотеза 4. В российских компаниях, где созданы комитеты совета директоров по аудиту, по кадрам и вознаграждениям или по стратегии, финансовая результативность выше, чем в компаниях, в которых данные комитеты отсутствуют.

МЕТОДОЛОГИЯ

Эконометрическое исследование, направленное на выявление характера взаимосвязи основных характеристик советов директоров и эффективности деятельности российских компаний, базируется на регрессионной модели вида:

$$Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 GOV_{it} + \beta_2 FIN_{it} + u_{it}, i = 1, 2, \dots, N; t = 2007, \dots, 2011. \quad (3)$$

В уравнении (3) в качестве зависимой переменной Q_{it} , характеризующей финансовую результативность деятельности компании, выбран коэффициент Тобина. Компоненты вектора GOV_{it} (размерности $(k \times 1)$) характеризуют систему корпоративного управления компании; в свою очередь, составляющие вектора FIN_{it} (размерности $(m \times 1)$) являются компонентами базовой модели; и, как это следует из большого числа исследований, служат детерминантами финансово-экономического состояния компании, u_{it} — случайная величина. Все векторы и переменные имеют индекс it , показывающий, что данная информация измеряется для каждой компании i в момент времени t . В уравнении (3) β_0 — неизвестная скалярная величина, β_1, β_2 — векторы неизвестных коэффициентов размерности $(1 \times k)$ и $(1 \times m)$ соответственно. Данная модель является линейной по параметрам, однако векторы переменных включают в себя и нелинейные компоненты. В табл. 1 представлено описание переменных, использованных в исследовании.

Таблица 1

Описание переменных

Переменная	Описание
1	2
<i>Зависимая переменная</i>	
Q	<p>Коэффициент Тобина — переменная, характеризующая финансовую результативность компании, значения которой рассчитываются по формуле:</p> $Q_{it} = \frac{MVE_{it} + DEBT_{it}}{TA_{it}},$ <p>где MVE_{it} — величина капитализации компании i в момент времени t, $DEBT_{it}$ — величина долгосрочных обязательств и краткосрочных обязательств за вычетом текущих активов, TA_{it} — величина активов компании по балансовой стоимости [Chung, Pruitt, 1994]*</p>
<i>Независимые переменные</i>	
Переменные, входящие в вектор GOV	
BD	Переменная, характеризующая размер совета директоров и равная числу директоров в совете
ID	Доля независимых директоров в совете. Вычисляется как отношение числа независимых директоров к общему числу директоров в совете. Независимые директора идентифицировались в данном исследовании на основе требований Кодекса корпоративного поведения
WOMEN	Доля женщин в совете директоров. Вычисляется как отношение числа женщин-директоров к общему числу директоров в совете
Audit	Бинарная переменная, характеризующая наличие комитета по аудиту. Ее значение равно 1, если комитет по аудиту есть в компании, и равно 0 — в противном случае
Nomin_Remun	Бинарная переменная, характеризующая наличие комитета по кадрам и вознаграждениям совета директоров. Ее значение равно 1, если такой комитет есть в компании, и равно 0 — в противном случае
Strategy	Бинарная переменная, характеризующая наличие комитета по стратегии совета директоров. Ее значение равно 1, при наличии в компании такого комитета, и равно 0 — в противном случае
OWNC	Переменная, характеризующая концентрацию собственности, — доля обыкновенных акций крупнейшего акционера в капитале компании
PSDTEN	Срок пребывания председателя совета директоров на своем посту
PSDAGE	Возраст председателя совета директоров

1	2
Переменные, входящие в вектор <i>FIN</i>	
<i>SIZE</i>	Переменная, характеризующая размер компании, измеряемая как натуральный логарифм балансовой стоимости активов
<i>Bidaskspread</i>	Переменная, характеризующая ликвидность обыкновенных акций компании, измеряемая как среднегодовой bid-ask спрэд
<i>Leverage</i>	Переменная, характеризующая структуру капитала компании, измеряемая как отношение общей величины обязательств к величине собственного капитала
<i>Crisis</i>	Бинарная переменная, характеризующая влияние финансового кризиса. Ее значение равно 1 для наблюдений в 2007–2009 гг. и 0 — в 2010–2011 гг.

Примечание. * — в данной формуле взята только капитализация по обыкновенным акциям, поскольку ликвидационную стоимость привилегированных акций и данные для оценки их ликвидности (информацию о торгах и ценах акций за весь период наблюдений) найти практически невозможно, за исключением информации для нескольких наиболее крупных компаний.

ДАННЫЕ И ВЫБОРКА

Согласно Закону об АО, в России существуют два типа акционерных обществ — открытые и закрытые. Предполагается, что акции открытых акционерных обществ, в отличие от закрытых, должны торговаться на фондовом рынке. Собственно, возможность привлечения внешних инвесторов через открытую продажу акций и формирование рыночной ценности компании концептуально и составляет основные различия между двумя типами акционерных обществ. Однако большинство российских компаний, являющихся с юридической точки зрения открытыми АО, не имеет активной торговли акциями на фондовой бирже. Часть из этих компаний вообще не прошла листинг на фондовой бирже, другие, хотя и имеют листинг, не могут рассматриваться в полной мере как открытые, публичные компании, поскольку активной торговли акциями нет. Целый ряд факторов способствовал развитию такой ситуации с российскими АО, в том числе в связи со спецификой приватизации 1990-х гг. (подр. см., напр.: [Корпоративное управление..., 2012]).

Поскольку только для торгуемых компаний возможна рыночная оценка их ценности, а также в связи с тем, что, как правило, в публичных компаниях наиболее полно представлены структуры корпоративного управления и в целом уровень корпоративного управления выше, чем в других типах компаний, в нашей работе тестирование гипотез исследования проведено на выборке всех российских компаний, акции которых торговались на бирже РТС с 2007 по 2011 г. Изначально в выборку исследования вошли

207 компаний (не включались только финансовые компании). Информация о советах директоров компаний и финансовых показателях была получена из отчетности эмитентов, доступной в базе данных СКРИН (www.skrin.ru). В силу того что для отдельных компаний нам так и не удалось собрать все необходимые финансовые данные для построения модели, даже с использованием такого ресурса, как база данных СКРИН, мы получили для оставшихся компаний 872 наблюдения. Однако после удаления выбросов итоговая панель уменьшилась и составила 834 наблюдения.

Распределение компаний выборки по отраслям следующее: около половины компаний выборки являются предприятиями топливно-энергетического или электроэнергетического комплекса, 13% компаний относятся к металлургической отрасли, 11 — заняты в транспортной сфере и 11% — в химической промышленности. Кроме того, в выборку исследования вошли компании телекоммуникационной, торговой отраслей, пищевой промышленности, производства промышленного оборудования, строительства и других отраслей.

Описательная статистика переменных, использованных в эконометрическом анализе, приведена в табл. 2.

Таблица 2

Описательная статистика переменных

Переменная	Среднее значение	Стандартное отклонение	Минимум	Максимум
<i>Q</i>	0,82	0,73	0,003	3,95
<i>BD</i>	9	2	5	15
<i>ID</i>	0,13	0,13	0,00	0,71
<i>WOMEN</i>	0,12	0,15	0,00	0,74
<i>OWNC</i>	0,58	0,22	0,04	0,99
<i>PSDTEN</i>	2,80	2,51	0,00	14
<i>PSDAGE</i>	46	11	26	82
<i>SIZE</i>	23,49	1,98	17,69	29,88
<i>Bidaskspread</i>	0,17	0,29	0,0004	0,99
<i>Leverage</i>	2,36	4,73	0,00007	47,56

Полученные результаты свидетельствуют о том, что среднее значение коэффициента Тобина за исследуемый период составляет 0,82, т. е. в среднем активы компаний выборки оценивались рынком ниже стоимости их замещения. Минимальное значение этого показателя составило 0,003, максимальное — 3,95. Отметим, что в группу компаний с наименьшим значением коэффициента Тобина вошли такие компании, как ОАО «Славнефть-Мегионнефтегаз», ОАО «Тантал», ОАО «Магаданэнерго», ОАО «ТГК-14», ОАО

«У-УАЗ», ОАО «РАО Энергетические системы Востока». В то же время наибольшее значение коэффициента Тобина было получено для таких компаний, как ОАО «ЛУКОЙЛ», Группа ЛСР, ОАО «Газпромнефть — Московский НПЗ», ОАО «Мобильные ТелеСистемы», ОАО Фармстандарт, ОАО «Пивоваренная компания „Балтика“», ОАО «НК „Роснефть“».

На рис. 1 представлена динамика изменения средних и медианных значений коэффициента Тобина с 2007 по 2011 г. Отметим, что в среднем коэффициент Тобина в 2007 г. был выше, чем в период 2008–2011 гг. Можно предположить, что этот факт обусловлен мировым финансовым кризисом, пик которого пришелся на 2008 г. Таким образом, в 2008 г. наблюдалось резкое снижение средней величины коэффициента Тобина для компаний выборки. В 2009–2010 гг. уже наблюдается тенденция к росту среднего значения этого показателя, однако в 2011 г. опять имеет место снижение средней величины коэффициента Тобина, что, вероятно, связано с новой волной финансового кризиса. Очевидно, что в кризисные периоды акции публичных компаний, вне зависимости от результатов деятельности фирм, являются недооцененными рынком, имеет место значительное расхождение между фундаментальной и рыночной ценностью акционерного капитала.

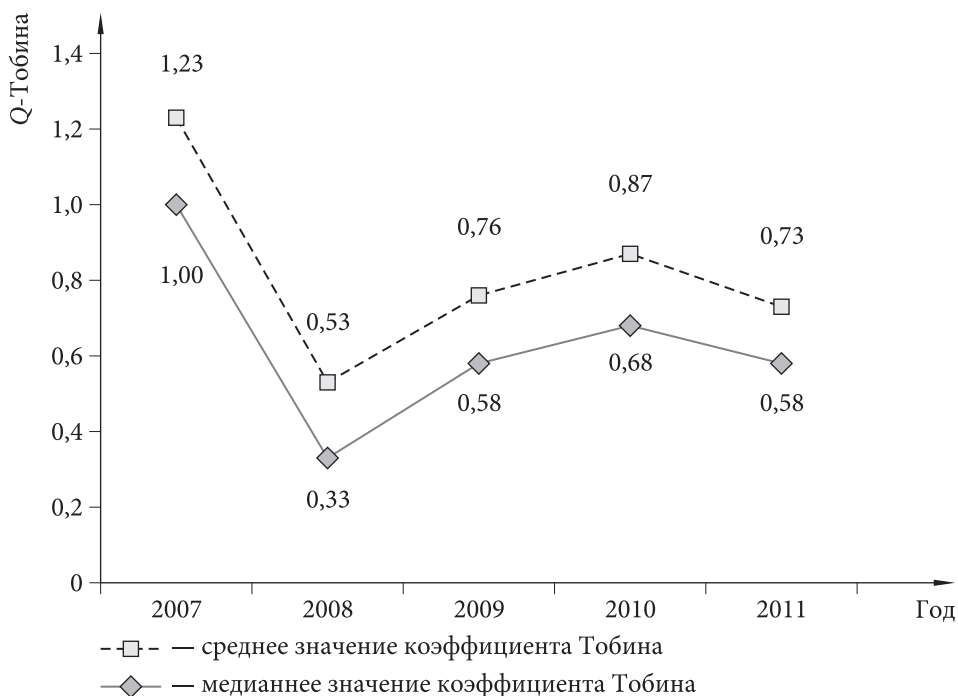


Рис. 1. Динамика изменения средних и медианных значений коэффициента Тобина, 2007–2011 гг.

Средний размер совета директоров равен 9 членам, аналогичный результат получен в исследованиях российских компаний [Филатов, Крюкова, 2008; PricewaterhouseCoopers, 2012a]. На рис. 2 показано, что наиболее часто среди компаний выборки встречались советы директоров, состоящие из 7 человек. Среди компаний выборки были такие, размер совета директоров которых составил пять человек — минимальный размер совета директоров среди компаний выборки. Это ОАО «Ярославский шинный завод», ОАО «Верофарм», ОАО «Кузбасская топливная компания», ОАО «Аптечная сеть 36,6». В то же время были и такие компании, в совет директоров которых входило 15 человек. Такой размер совета директоров, являющийся наибольшим для компаний выборки, был у компаний ОАО «Башкирэнерго», ОАО «РусГидро», ОАО «КуйбышевАзот», ОАО «Ленэнерго», ОАО «Татнефть», ОАО «РАО Энергетические системы Востока».

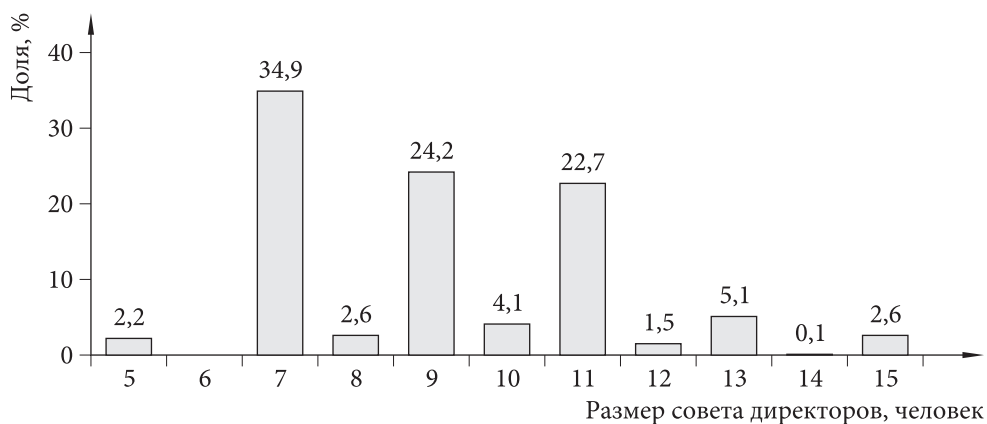


Рис. 2. Диаграмма распределения размера совета директоров среди компаний выборки

Как показал анализ, в среднем советы директоров компаний на 79% состояли из неисполнительных и на 21% — из исполнительных директоров. Почти в 50% компаний выборки в советы входили независимые директора, однако средняя доля независимых директоров достигла лишь 13%. Подобная картина наблюдалась в течение всего рассматриваемого периода, при этом в 2010–2011 гг. средняя доля независимых директоров в компаниях выборки снизилась до 12%. Таким образом, в советах директоров компаний выборки доминируют неисполнительные директора, однако лишь немногие из них являются независимыми. Существующие исследования подтверждают тезис о незначительной доле независимых директоров в советах директоров российских публичных компаний [PricewaterhouseCoopers, 2012a; Практики корпоративного управления..., 2011]. Динамика изменения доли

независимых и неисполнительных директоров в составе совета представлена на рис. 3 и 4.

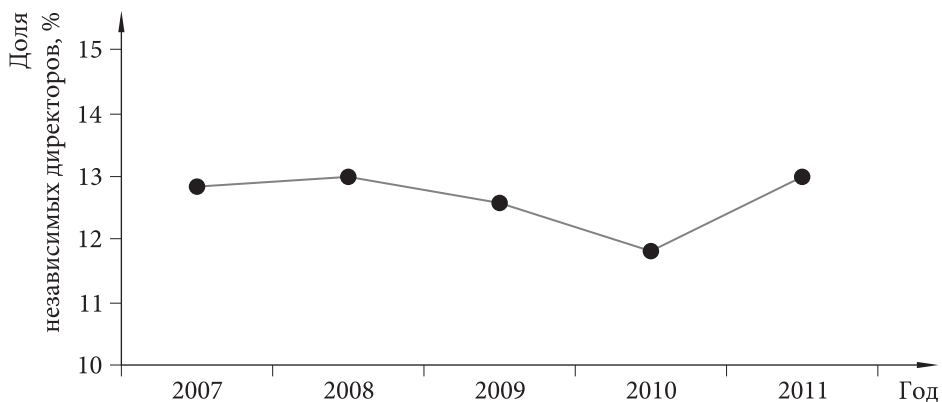


Рис. 3. Динамика изменения доли независимых директоров в составе совета директоров, 2007–2011 гг.

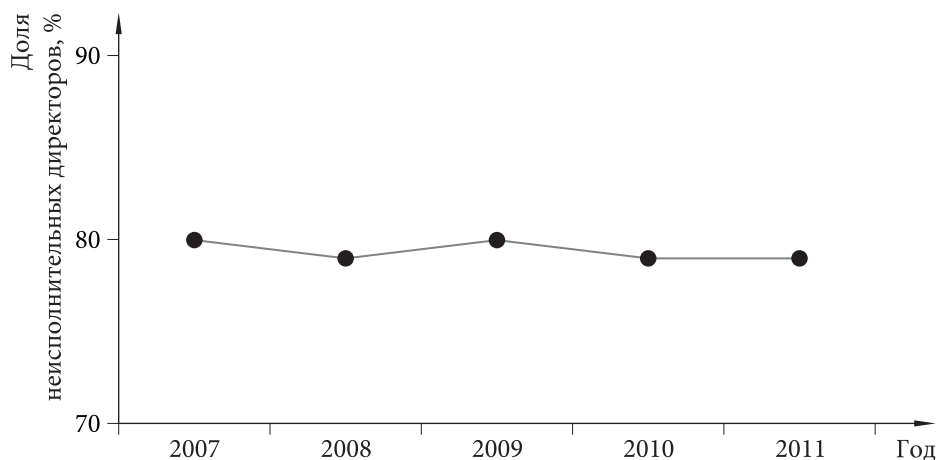


Рис. 4. Динамика изменения доли неисполнительных директоров в составе совета директоров, 2007–2011 гг.

Из табл. 2 следует, что средняя доля женщин в совете директоров составила 12%. Причем в выборке были и такие компании, советы директоров которых в большинстве состояли из женщин. Так, например, в 2010 и 2011 гг. в компании ОАО «Омскэнергосбыт» из 7 членов СД 5 директоров были женщинами. Аналогичная ситуация наблюдалась в 2011 г. в компании ОАО «Ивановская энергосбытовая компания». Вместе с тем советы директоров таких компаний, как АФК «Система», ОАО «Аэрофлот», ОАО «АВТО-

ВАЗ», ОАО «Северсталь», ОАО «ЛУКОЙЛ», ОАО «Пивоваренная компания „Балтика“», на всем периоде наблюдения с 2007 по 2011 г. состояли только из мужчин.

Отметим также, что в среднем в 60% наблюдений в совет директоров входили женщины. На рис. 5 представлена диаграмма распределения доли мужчин и женщин в советах директоров за период с 2007 по 2011 г. В течение рассматриваемого периода времени средняя доля женщин в советах колебалась в промежутке от 11 до 14%, а наибольшее значение этого показателя относится к 2011 г. Несмотря на то что в целом доля женщин в советах директоров незначительна, она существенно выше по сравнению с долей женщин, равной 7%, в советах директоров крупнейших публичных компаний, которые изучались в других российских исследованиях [PricewaterhouseCoopers, 2012a; Гончарова, Авшалумова, 2011]. Результаты нашего исследования согласуются с результатами других исследований по российским компаниям в том, что существенных изменений доля женщин в совете директоров за последние годы не претерпела.

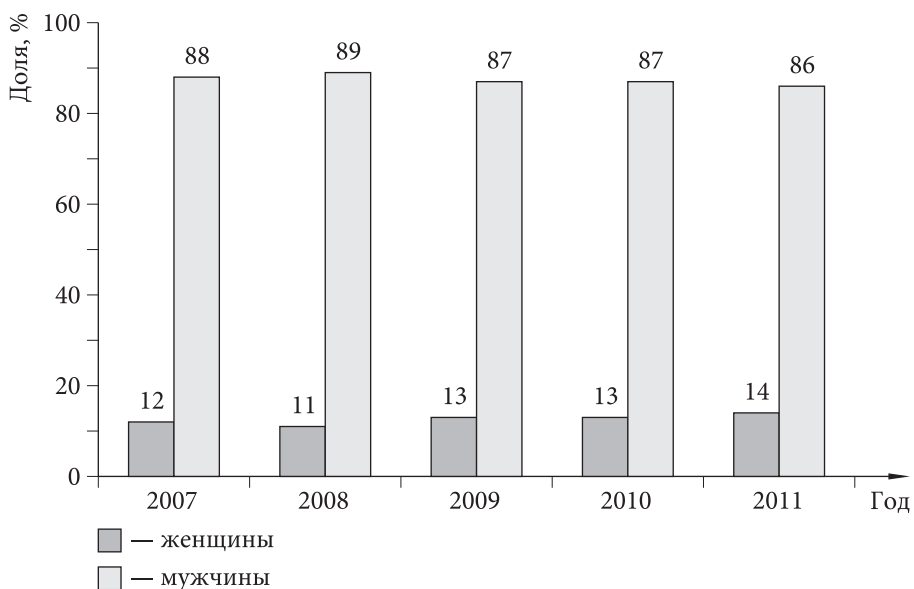


Рис. 5. Структура совета директоров: гендерный аспект, 2007–2011 гг.

Анализ наличия комитетов в советах директоров показал следующее. В период с 2007 по 2011 г. прослеживается тенденция к распространению практики создания комитетов советов директоров, что следует из информации о комитетах в компаниях выборки, представленной на рис. 6. Так, если в 2007 г. комитеты по аудиту были созданы лишь в 33% компаний выборки,

по кадрам и вознаграждениям — в 24%, по стратегии — в 17%, то к 2011 г. комитет по аудиту функционировал в 56% компаний, комитеты по кадрам и вознаграждениям — в 48%, комитеты по стратегии — в 36% компаний выборки. К аналогичным результатам пришли исследователи по результатам изучения тенденций в развитии советов директоров российских компаний [PricewaterhouseCoopers, 2012a; Исследования практики..., 2012]. Роль комитетов, и прежде всего по аудиту, по кадрам и вознаграждениям, как отмечается в исследованиях, значительно возросла. Однако нельзя не отметить тот факт, что процент компаний, в которых появлялись указанные комитеты в период с 2009 по 2011 г., изменился очень мало. Основное увеличение числа компаний, в советах директоров которых создавались комитеты, произошло в 2007 и 2008 гг.



Рис. 6. Динамика наличия комитетов в советах директоров в компаниях выборки, 2007–2011 гг.

РЕЗУЛЬТАТЫ РЕГРЕССИОННОГО АНАЛИЗА

В табл. 3 приведены результаты регрессионного анализа, в котором в качестве зависимой переменной использован коэффициент Тобина. На первом этапе нами была построена базовая модель (столбец 1) для анализа взаимосвязи коэффициента Тобина и переменных, характеризующих финансово-экономическое состояние компании. Затем к переменным базово-

вой модели мы добавили переменные, при помощи которых тестировались гипотезы данного исследования, а также контрольные переменные. Отметим также, что знаки оценок параметров для всех переменных были робастными по отношению к добавлению (или удалению) переменных в модели. Последовательное тестирование моделей по панельным данным с использованием тестов Вальда, Бреуша — Пагана, Хаусмана дало основания считать, что модель с фиксированными эффектами наиболее адекватно описывает имеющиеся эмпирические данные.

Таблица 3

Результаты регрессионного анализа

Переменная	Коэффициент Тобина			
	1	2	3	4
<i>BD</i>		-0,363*	-0,385**	-0,364**
<i>BD</i> ²		0,016*	0,017*	0,016*
<i>ID</i>			0,020	0,036
<i>WOMEN</i>		0,594**	0,580**	0,587**
<i>Audit</i>		-0,013	-0,013	-0,013
<i>Nomin_Remun</i>		-0,060	-0,066	-0,060
<i>Strategy</i>		0,004	-0,038	-0,004
<i>OWNC</i>		0,124	0,112	0,125
<i>PSDTEN</i>		-0,008	-0,009	-0,008
<i>PSDAGE</i>		0,004	0,005	0,004
<i>SIZE</i>	-0,580***	-0,601***	-0,583***	-0,600***
<i>Bidaskspread</i>	-0,045*	-0,050*	-0,034*	-0,049*
<i>Leverage</i>	0,013***	0,010**	0,011**	0,010**
<i>Crisis</i>		-0,183***	-0,179***	-0,182***
<i>Cons</i>	14,535***	16,643***	16,639***	16,628***
<i>R</i> ²	0,181	0,163	0,139	0,162
<i>p-value</i>	0,00001	0,00001	0,00001	0,00001
<i>N</i>	834	834	834	834

Примечание. *, **, *** обозначают значимость на 10%-, 5%- и 1%-м уровне значимости соответственно.

Все модели, представленные в табл. 3, являются статистически значимыми. Во всех моделях значимы переменные базовой модели. Из переменных, характеризующих советы директоров, статистически значимыми во всех моделях оказались переменные *BD*, *BD*² и *WOMEN* (столбцы 2–4).

Перейдем к подробному анализу значимых переменных, характеризующих советы директоров компаний. Анализ нелинейной (квадратичной) функции, аппроксимирующей зависимость между величиной коэффициента Тобина и размером совета директоров, при фиксированном значении остальных переменных модели, дает основание говорить о том, что в точке $BD = 11$ величина коэффициента Тобина будет минимальной. Таким образом, исследование показало, что более эффективными являются малые и большие советы директоров, так как им будет соответствовать большее значение коэффициента Тобина. Поэтому можно принять гипотезу 1 исследования о наличии нелинейной зависимости между размером совета директоров и финансовой результативностью компаний.

Кроме того, была выявлена статистически значимая прямая связь между долей женщин в советах директоров и величиной коэффициента Тобина. Это позволяет нам принять гипотезу 3 о том, что зависимость между долей женщин в совете и рассматриваемым показателем финансовой результативности фирмы прямая.

Как следует из табл. 3, ни в одной из моделей не оказалась значимой переменная ID , характеризующая долю независимых директоров в совете. Таким образом, мы не можем сделать никаких выводов о связи данной характеристики совета директоров с финансовой результативностью компании. Иными словами, результаты проведенного исследования не позволяют нам принять или отклонить гипотезу 2.

Что касается переменных, характеризующих наличие в компании комитета по аудиту (*Audit*), по кадрам и вознаграждениям (*Nomin_Remun*), по стратегии (*Strategy*), то ни одна из них не оказалась значимой. Поэтому мы не можем утверждать, что существует различие в величине показателя результативности у тех компаний, в которых имеются указанные комитеты, по сравнению с теми компаниями, где они не созданы. Поэтому гипотеза 4 данного исследования не принимается. Можно объяснить этот факт очень небольшой вариацией всех перечисленных переменных на промежутке наблюдения.

Переменные $PSDTEN$ и $PSDAGE$, характеризующие срок пребывания председателя совета директоров в своей должности и его возраст соответственно, а также переменная $OWNC$, характеризующая долю обыкновенных акций крупнейшего акционера в капитале компании, оказались статистически незначимыми. Все эти переменные были включены в вектор переменных, характеризующих определенные аспекты корпоративного управления в компании. Если говорить о взаимосвязи концентрации собственности и финансовой результативности, то в своих исследованиях авторы находят подтверждение обратной связи данного показателя и показателей финансовой результативности [Капелюшников, Демина, 2005], нелинейной U-образной связи [Кузнецов, Муравьев, 2000], прямой зависимости [Иваш-

ковская, Степанова, 2009], а также утверждают, что максимальная результативность свойственна компаниям со средней концентрацией собственности [Долгопятова, 2004]. В нашем исследовании подобной статистически значимой связи выявить не удалось. Можно предположить, что в данном случае причина кроется в ограниченности доступной информации: часто встречалась ситуация, когда большой долей акций владел номинальный держатель и не было сведений о реальных собственниках акций.

Несмотря на то что не было обнаружено статистически значимой связи между характеристиками председателя совета директоров и коэффициентом Тобина, авторы считают, что в дальнейших исследованиях данные факторы следует включать в модели, поскольку на практике именно председатель руководит работой совета директоров в целом, а значит, способен оказывать влияние на качество работы СД, и это не может не отражаться на результатах деятельности компании. Поэтому такие характеристики, как возраст, срок пребывания в должности, независимость председателя, нуждаются в дальнейшем изучении.

Все переменные, характеризующие финансово-экономическое состояние компании, являются значимыми во всех моделях. Размер фирмы имеет обратную связь с коэффициентом Тобина. Кроме того, с увеличением размера компании наблюдается убывающая отдача от каждой последующей единицы, вложенной в активы. Переменная *Bidaskspread*, характеризующая уровень ликвидности обыкновенных акций, оказалась значимой в моделях. Как и следовало предполагать, на основе оценки параметра переменной можно сделать вывод: чем ближе к единице значение указанной переменной, тем менее ликвидными являются акции компании, и, как результат, ниже значение коэффициента Тобина. Прямую связь с рассматриваемым показателем финансовой результативности имеет соотношение заемного и собственного капитала: это можно объяснить тем, что более высокий уровень леввериджа свидетельствует о том, что фирма обладает потенциалом дальнейшего развития и повышения результативности, достаточным для обоснования потребности в финансировании [Black, Love, Rachinsky, 2006]. Наконец, ожидаемым получился и результат, который заключается в том, что финансовая результативность компаний, измеренная величиной коэффициента Тобина, в период кризиса ниже, чем после кризиса: бинарная переменная, при помощи которой мы учитывали влияние кризиса, оказалась статистически значимой, а оценка параметра перед этой переменной — отрицательной.

ОСНОВНЫЕ ВЫВОДЫ ИССЛЕДОВАНИЯ

В настоящем исследовании, направленном на тестирование взаимосвязи ключевого механизма корпоративного управления — совета директоров — и финансовой результативности компаний, характеризуемой коэф-

фициентом Тобина, установлено следующее: более эффективными являются малые и большие советы директоров, так как им будет соответствовать большее значение коэффициента Тобина. Данный результат согласуется с гипотезой исследования, выдвинутой нами на основе результатов, полученных в работах [Coles, Daniel, Naveen, 2008; Sakawa, Watanabel, Ben-Zion, 2009]. Полученный результат можно объяснить тем, что рынок (а коэффициент Тобина является показателем рыночной привлекательности компании) положительно воспринимает советы с небольшим числом директоров как наиболее эффективные с точки зрения выполнения функций мониторинга и избегания «проблемы безбилетника». Вместе с тем и советы с большим числом членов являются эффективными (и это отражается в более высоком значении коэффициента) с позиции теории ресурсной зависимости, так как в данном случае чем больше членов совета директоров, тем больше возможность доступа к ресурсам из внешней среды.

Очевидно, что российские компании должны придерживаться требований законодательства относительно минимальных размеров советов, однако далее перед ними встает выбор — сохранить размер совета на уровне требуемого по Закону об АО или увеличить число членов, при этом задаваясь вопросом о том, насколько увеличить.

В результате проведенного исследования не удалось найти эмпирическое подтверждение взаимосвязи между долей независимых директоров в совете и показателем финансовой результативности. Такой результат согласуется с выводами, сделанными в работах [Hermalin, Weisbach, 1991; Dalton et al., 1998; Bhagat, Black, 2002; Peng, Buck, Filatotchev, 2003]. На наш взгляд, подобное явление могло быть вызвано тем, что лишь в немногих российских фирмах независимые директора действительно являются независимыми и им свойственны те характеристики, которые прописаны в Кодексе корпоративного поведения. Эта ключевая характеристика совета директоров, с нашей точки зрения, в российских реалиях не играет отведенную ей лучшими практиками КУ роль, а в основном является лишь результатом копирования зарубежных практик корпоративного управления и формальным способом соответствия требованиям фондовых бирж и кодексов корпоративного управления. В таком случае наличие независимых директоров как таковое, возможно, не влияет на эффективность деятельности самого совета и в итоге — на результативность компании. В этой связи можно сказать, что важна не столько структура совета, сколько те процессы, которые происходят внутри него, собственно сама деятельность совета директоров [Монтгомери, Кауфман, 2006].

Как указывается в работе [Christensen, Kent, Stewart, 2010], в которой обнаружена обратная зависимость показателей результативности деятель-

ности от доли независимых директоров, независимые директора действительно могут быть эффективны для роли мониторинга, но это не должно происходить за счет финансовой эффективности компании. В этой связи процитируем директора Российского института директоров (РИД) И. Беликова: «И хотя с 1990 г. число независимых директоров в российских компаниях заметно возросло, представление о том, что независимые директора стали неотъемлемой частью практики управления наших компаний, является преувеличением... Вызывает серьезные сомнения правомерность использования термина „независимый директор“ применительно к членам советов директоров крупнейших компаний с государственным участием, являющимся руководителями, топ-менеджерами других госкомпаний или организаций. В таких случаях налицо факт служебной зависимости» [Беликов, 2012a]. Последнюю цитату мы рассматриваем в том числе и как заданное направление дальнейших исследований о взаимосвязи характеристик совета директоров и финансовой результативности российских компаний. Мы планируем произвести анализ того, как наличие государства среди собственников компаний влияет на совет директоров, его структуру и характеристики. По словам того же И. Беликова, «за последнее время правительством был предпринят ряд шагов по улучшению практики корпоративного управления в компаниях с госучастием путем увеличения числа в их советах независимых директоров. Однако этот позитивный шаг нуждается в подкреплении за счет внедрения процедур и технологий современного корпоративного управления» [Беликов, 2012б].

Основываясь на том, что для российских компаний в целом характерна высококонцентрированная структура собственности, можно предположить, что в таких компаниях крупные собственники, имея большое влияние на формирование структуры совета, могут быть склонны к привлечению членов совета, подконтрольных именно держателям крупных пакетов, не заботясь о миноритариях. В таком случае говорить о важности роли независимых директоров как осуществляющих функцию мониторинга сложно. Так, в Великобритании, стране с распыленной структурой собственности, акционеры заинтересованы в формировании совета директоров, состоящего в большинстве своем из внешних и, более того, независимых директоров, лояльных компании и акционерам в целом. При высокой концентрации собственности состав, структура, функции и реальная деятельность совета директоров существенно зависят от субъективной воли контролирующего акционера, и в таком случае возможно формирование так называемого инсайдерского совета [Королев, 2012]. Возможно, это также служит объяснением того, почему нами не установлена статистически значимая взаимосвязь между долей независимых директоров в российских компаниях и финансовой результативностью.

Однако следует учитывать, что компании в нашей выборке являются публичными, многие из них заинтересованы в привлечении иностранных инвесторов и уже имеют листинг на зарубежных фондовых рынках, поэтому даже при высококонцентрированной собственности в таких компаниях есть стимулы к дальнейшему развитию системы корпоративного управления, совершенствованию структуры советов директоров с привлечением в полной мере независимых членов. По мнению независимого члена совета директоров Энергомашиностроительного холдинга «НОВАЭМ» О. М. Удовиченко, «независимые директора своим участием в совете вносят независимость в экспертизу и принятие стратегии компании, но положительные эффекты от этого можно проследить на длительном горизонте, не ближе. Если сегодня в компанию пришли независимые директора, то, возможно, компания примет стратегию, которая сработает эффективно через 5–7 лет». Этого эффекта, вероятно, и следует ожидать на таком временном горизонте. Вероятно, необходимо время, чтобы компании в полной мере осознали роль независимых директоров и необходимость их присутствия в совете. Важно, чтобы компании привлекали таких директоров, не следуя общепринятой тенденции и моде на независимых директоров, а именно с целью принятия более эффективных независимых решений. Особенно это может быть справедливо в отношении компаний с государственным участием, где решения зачастую принимаются в интересах крупного собственника, которым является государство. В таких компаниях могут вообще отсутствовать стимулы к привлечению по-настоящему независимых директоров.

Проведенное эмпирическое исследование позволяет сделать вывод о том, что рост доли женщин в советах директоров будет способствовать увеличению коэффициента Тобина. Данный результат согласуется с выдвинутой нами гипотезой и результатами эмпирических исследований [Carter, Simkins, Simpson, 2003; Adams, Ferreira, 2009]. В связи с этим можно сделать вывод о том, что, какими бы спорными ни были причины оказываемого женщинами влияния на работу совета директоров (личностные характеристики, поведенческие особенности, опыт, стиль лидерства и т. п.), их присутствие оказывает положительное влияние на эффективность работы совета и, как следствие, на результативность деятельности компании в целом. По мнению О. М. Удовиченко: «Количество женщин в совете директоров само по себе не увеличит эффективность компании. Совершенно наивно предполагать, что если компания наберет больше половины женщин в совет директоров, то сразу, или даже через несколько лет, станет эффективной. Мы говорим о другом: компания, к тому моменту, когда она готова брать женщин в совет директоров, уже стала достаточно гибкой, открытой, готовой слушать независимое мнение, Такая компания уже состоялась, она уже „эффективна“. Эта компания не боится приглашать женщин в совет дирек-

торов, таким образом „количество“ женщин является неким индикатором того, что компания уже другая».

Наконец, в данном исследовании не было найдено эмпирического подтверждения значимого различия в величине коэффициента Тобина между компаниями, в которых есть комитеты по аудиту, по кадрам и вознаграждениям и по стратегии, и теми компаниями, в которых таких комитетов нет. Данный результат может свидетельствовать о том, что в современных исследованиях по корпоративному управлению в российских компаниях роль комитетов не зря характеризуется как «информативная» или «номинальная» [Практики корпоративного управления в России..., 2011]. Как упоминается в исследовании [PricewaterhouseCoopers, 2012a], например, комитеты по кадрам и вознаграждениям (или по назначениям) в основном не выполняют функций по подбору кандидатов на позиции членов совета директоров, их деятельность ограничивается предоставлением рекомендаций относительно кандидатов на должности членов исполнительных органов. Можно предположить, что действительно создание таких комитетов несет в себе лишь формальное копирование элементов системы корпоративного управления западных компаний, поэтому факт наличия того или иного комитета необязательно свидетельствует о его реальном влиянии на результаты деятельности компании. С таким предположением коррелирует мнение И. Беликова о практиках корпоративного управления в российских компаниях: «Число компаний, создающих комитеты совета директоров по аудиту, по кадрам и вознаграждениям, увеличивается, но это не сопровождается заметным улучшением качества состава и практики работы таких комитетов. Среди их членов велика доля менеджеров компаний, нерегулярно проводятся заседания, преимущественно в заочной форме. Создается служба внутреннего аудита как орган независимой оценки существующей в компании системы внутреннего контроля. Но почти в трети компаний она подотчетна не совету директоров, как это рекомендует передовая практика корпоративного управления, а функционально и административно подчинена генеральному директору, который несет основную ответственность за создание системы внутреннего контроля» [Беликов, 2012б]. По мнению О. М. Удовиченко: «Комитеты сами по себе не являются органом управления, а появляются тогда, когда СД в силу важности обсуждаемого вопроса должен принимать решение на основании какого-то экспертного заключения. Комитеты являются тем самым экспертным органом, который предварительно рассматривает обсуждаемый вопрос, привлекает при необходимости консультантов и уже после этого выносит свое независимое мнение. Наличие комитета не является гарантией принятия эффективных решений, но уже само по себе задает направление на получение какого-то экспертного мнения. Важно, что совет директоров не сразу голосует,

принимая решения „по ходу“, а вопрос предварительно рассматривается на заседании комитета, зачастую без участия председателя, и решение комитета является независимым».

Нельзя не отметить, что в тех 50% компаний нашей выборки, где есть комитеты совета директоров, они были созданы недавно. Таким образом, данные инструменты корпоративного управления еще не получили должного развития во времени в российских компаниях.

Многие исследования показывают, что на показатели финансовой результативности в целом и коэффициент Тобина в частности оказывают значимое влияние финансово-экономические показатели. Так, в нашем исследовании была установлена обратная зависимость между размером компании и коэффициентом Тобина. Этот результат согласуется с выводами из других исследований [Black, Jang, Kim, 2006; Black, Love, Rachinsky, 2006]. Мы получили также, что к уменьшению величины коэффициента Тобина будет приводить снижение ликвидности акций, что согласуется с выводами других работ [Fang, Noe, Tice, 2009]. В то же время мы установили, что увеличение соотношения долга и собственного капитала будет происходить одновременно с увеличением коэффициента Тобина.

Среди других результатов исследования можно отметить рост доли женщин в советах директоров и рост числа компаний, в которых представлены комитеты СД, в посткризисный период. Динамика привлечения неисполнительных директоров практически не менялась на протяжении периода наблюдения, однако начиная с 2010 г. наметилась тенденция к росту числа независимых директоров в советах компаний выборки. Данные результаты в определенной мере подтверждают представленные в начале статьи рассуждения о том, что наступление финансово-экономического кризиса 2007–2009 гг. ознаменовало собой новый этап в развитии системы корпоративного управления, и в частности института совета директоров, который ранее выполнял в большей степени «демонстрационную» роль. В последние годы, что подтверждают и результаты вышеупомянутых исследований [Практики корпоративного управления в России..., 2011; Российский институт директоров, 2012; PricewaterhouseCoopers, 2012a; 2012b], роль совета директоров как главного механизма корпоративного управления возрастает.

В заключение следует остановиться на ограничениях проведенного исследования. Одним из них является то, что нами не была собрана информация о числе акционеров компании и не был представлен анализ зависимости размера совета директоров от количества акционеров, согласно требованиям Закона об АО. Это станет одним из направлений дальнейших исследований. Кроме того, мы планируем продлить период наблюдения, включить в анализ другие показатели финансовой эффективности деятельности, а также иные характеристики корпоративного управления, включая

показатели структуры собственности. Актуальным является также предполагаемое нами исследование, направленное на изучение советов директоров в компаниях с государственным участием, включая привлечение независимых директоров. Интересно сравнить результаты взаимосвязи структуры советов директоров и финансовой результативности в государственных компаниях и компаниях без значительной доли государства в капитале. Кроме того, необходимо провести сравнение для торгуемых компаний и акционерных обществ, не имеющих листинга на фондовой бирже (ЗАО и ОАО).

Обобщая результаты исследования в целом, можно сделать выводы, которые согласуются с одними исследованиями, но не соответствуют результатам других исследований. Тем не менее мы можем заключить следующее. Единый подход к структурам и практикам корпоративного управления в разных странах и системах корпоративного управления неправомерен и нерационален, необходимо учитывать не только особенности институциональной среды и модели корпоративного управления в стране, но и специфику самих компаний, функционирующих в условиях определенной модели корпоративного управления, — размер, отрасль, рыночное положение, этапы развития. Копирование зарубежных практик для всех российских компаний без учета их специфики не является эффективным способом совершенствования структуры корпоративного управления, повышения эффективности деятельности и рыночной привлекательности.

Литература

- Авдашева С. Б. Российские холдинги: новые эмпирические свидетельства // Вопросы экономики. 2007. № 1. С. 98–111.
- Боди З., Мертон Р. Финансы. М.: Вильямс, 2008.
- Бухвалов А. В., Смирнов М. В. Корпоративное управление: вводный курс. СПб.: Изд. «Высшая школа менеджмента», 2012.
- Беликов И. Независимые директора в меньшинстве // Российская Бизнес-газета. 2012. № 859 (30). URL: <http://www.rg.ru/2012/08/14/upravlenie.html> (дата обращения: 30.09.2012).
- Беликов И. Комитетов совета директоров по аудиту, кадрам и вознаграждениям становится больше, но качество их работы не улучшается // Российская Бизнес-газета. 2012. № 852 (23). URL: <http://www.rg.ru/2012/06/26/belikov.html> (дата обращения: 30.09.2012).
- Вырковский А. Директора: господа заседатели // Forbes. 2009. URL: <http://www.forbes.ru/article/11244-direktora-gospoda-zasedateli> (дата обращения: 28.02.2012).
- Гончарова О., Авшалумова Р. Женская доля // Ведомости. 2011. № 36. URL: http://www.vedomosti.ru/newspaper/article/255875/zhenskaya_dolya (дата обращения: 28.02.2012).

- Долгопятова Т.* Собственность и корпоративный контроль в российских компаниях в условиях активизации интеграционных процессов // *Российский журнал менеджмента*. 2004. Т. 2. № 2. С. 3–26.
- Дуляк Ю. И.* Эволюция института совета директоров в российских компаниях: от формальной роли к реальной // *Корпоративные финансы*. 2012. № 1. С. 24–32.
- Ивашковская И. В., Степанова А. Н.* Структура собственности и ее влияние на стратегическую эффективность компаний // *Финансы и бизнес*. 2009. № 3. С. 1–22.
- Исследование* практики корпоративного управления в России: сравнительный анализ по итогам 2004–2010 гг. // *Российский институт директоров*. 2012. URL: <http://rid.ru/wp-content/uploads/2012/06/ICG-research-2004-2010.pdf> (дата обращения: 28.02.2012).
- Капелюшников Р., Демина Н.* Концентрация собственности и поведение российских промышленных предприятий // *Вестник общественного мнения*. 2005. Вып. 3 (77). URL: http://ecsocman.hse.ru/data/169/947/1219/04_kapelyushnikov_30-40.pdf (дата обращения: 27.03.2012).
- Ковалев В. В.* Проблема понятийной неопределенности в прикладной экономике // *Вестн. С.-Петерб. ун-та. Сер. Экономика*. 2012. Вып. 1. С. 3–19.
- Кодекс* корпоративного поведения // *Федеральная служба по финансовым рынкам*. 2002. URL: <http://www.fcsm.ru/common/upload/KodeksKP.doc> (дата обращения: 01.10.2011).
- Корпоративное* управление: вопросы практики и оценки российских компаний / Под ред. А. В. Бухвалова. СПб.: Изд-во «Высшая школа менеджмента», 2012.
- Королев В. А.* Роль совета директоров в контексте структуры собственности. 2012. URL: <http://ncda.ru/library/articles/board/boardrole/> (дата обращения: 28.02.2012).
- Кузнецов П., Муравьев А.* Структура акционерного капитала и результаты деятельности фирм в России // *Экономический журнал ВШЭ*. 2000. Вып. 4. № 4. С. 475–504.
- Монтгомери С., Кауфман Р.* Утраченная связь между Советом директоров и акционерами // *Российский журнал менеджмента*. 2006. Вып. 4. № 1. С. 135–146.
- Муравьев А., Березинец И., Ильина Ю.* Акционеры, менеджеры и наемные работники: эмпирический анализ взаимосвязей между корпоративным управлением и политикой фирм в сфере занятости. 2010. Московский общественный научный фонд: Серия «Научные доклады».
- Об акционерных* обществах. Федеральный закон от 26 декабря 1995 г. № 208-ФЗ.
- Практики* корпоративного управления в России: определение границ национальной модели // *KPMG*. 2011. URL: http://www.kpmg.com/RU/ru/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Documents/Корпоративное_управление_в_России_2011.pdf (дата обращения: 15.10.2012).
- Смирнова Ю.* Золотые юбки // *Forbes*. 2011. URL: <http://www.forbes.ru/karera/management/62151-zolotye-yubki> (дата обращения: 28.02.2012).
- Филатов А.* Зачем менеджеры идут в независимые директора: 5 ключевых вопросов о работе в совете директоров // *Forbes*. 2010. URL: <http://www.forbes.ru/column/48736-zachem-menedzhery-idut-v-nezavisimye-direktora> (дата обращения: 28.02.2012).

- Филатов А., Крюкова Н. Коллективный портрет независимого директора и практика корпоративного управления в России // Ассоциация независимых директоров. 2008. С. 9–15. URL: <http://www.nand.ru/knowledge-base/analytics/documents/research-2008.pdf> (дата обращения: 28.02.2012).
- Филатов А. Независимые директора в российских компаниях // Ассоциация независимых директоров. 2009. URL: http://www.nand.ru/knowledge-base/analytics/documents/research_2009_Filatov.pdf (дата обращения: 28.02.2012).
- Филатов А., Кравченко К. Современная практика корпоративного управления в российских компаниях. М.: Альпина Бизнес Букс, 2007.
- Яковлев А., Данилов Ю. Российская корпорация на 20-летнем горизонте: структура собственности и корпоративное финансирование // Материалы международной конференции «Корпоративное управление и устойчивый рост: стратегические решения и корпоративная эффективность». 11–13 октября, М., 2006. С. 29–54.
- Adams R., Ferreira D. Women in the Boardroom and Their Impact on Governance and Performance // *Journal of Financial Economics*. 2009. Vol. 94. N 2. P. 291–309.
- Adams R., Ferreira D. Diversity and Incentives: Evidence from Corporate Boards. Working Paper. 2003.
- Adams R., Hermalin B., Weisbach M. The Role of Boards of Directors in Corporate Governance: A Conceptual Framework and Survey // *Journal of Economic Literature*. 2010. Vol. 48. N 1. P. 59–108.
- Adjaoud F., Zeghal D., Andaleeb S. The Effect of Board's Quality on Performance: a study of Canadian firms // *Corporate Governance: An International Review*. 2007. Vol. 15. N 4. P. 623–635.
- Aldamen H., Duncan K., Kelly S., McNamara R., Nagel S. Audit Committee Characteristics and Firm Performance during the Global Financial Crisis // *Accounting & Finance*. 2011.
- Andres P., Vallelado E. Corporate Governance in Banking: The Role of the Board of Directors // *Journal of Banking and Finance*. 2008. Vol. 32. N 12. P. 2570–2580.
- Atkinson S., Baird S., Frye M. Do Female Mutual Fund Managers Manage Differently? // *Journal of Financial Research*. 2003. Vol. 26. N 1. P. 1–18.
- Barnhart S., Rosenstein S. Board Composition, Managerial Ownership, and Firm Performance: an Empirical Analysis // *Financial Review*. 1998. Vol. 33. N 4. P. 1–16.
- Beiner S., Drobetz W., Schmid F., Zimmermann H. Is Board Size an Independent Corporate Governance Mechanism? // *Kyklos*. 2004. Vol. 57. N 3. P. 327–356.
- Benston G. The Validity of Profits-Structure Studies with Particular Reference to the FTC's Line of Business Data // *The American Economic Review*. 1985. Vol. 75. N 1. P. 37–67.
- Bhagat S., Black B. The Non-Correlation between Board Independence and Long-Term Firm Performance // *The Journal of Corporation Law*. 2002. Vol. 27. N. 2. P. 231–273.
- Bhagat S., Bolton B. Corporate Governance and Firm Performance // *Journal of Corporate Finance*. 2008. Vol. 14. N 3. P. 257–273.
- Bilimoria D. Building the Business Case for Women Corporate Directors // *Women on Corporate Boards of Directors: International Challenges and Opportunities*. 2000. P. 25–40.

- Bilimoria D., Huse M.* A Qualitative Comparison of the Boardroom Experiences of U.S. and Norwegian Women Corporate Directors // *International Review of Women and Leadership*. 1997. Vol.3. N 2. P.63–76.
- Black B., Jang H., Kim W.* Does Corporate Governance Predict Firms' Market Values? Evidence from Korea // *Journal of Law, Economics, and Organization*. 2006. Vol.22. N 2. P.366–413.
- Black B., Love I., Rachinsky A.* Corporate Governance Indices and Firms' Market Values: Time Series Evidence from Russia // *Emerging Markets Review*. 2006. Vol.7. N 4. P.361–179.
- Boone A. et al.* The Determinants of Corporate Board Size and Composition: An Empirical Analysis // *Journal of Financial Economics*. 2007. Vol.85. N 1. P.66–101.
- Bóren Ó., Stróm R.* Aligned, Informed, and Decisive: Characteristics of Value-Creating Boards / Working Paper. 2006. BI Norwegian School of Management.
- Boyd B.* Board Control and CEO Compensation // *Strategic Management Journal*. 1995. Vol.15. N 5. P.335–344.
- Boyd B.* Corporate Linkages and Organizational Environment: A Test of Resource Dependence Model // *Strategic Management Journal*. 1990. Vol.11. N 6. P.419–430.
- Bozec R.* Boards of Directors, Market Discipline and Firm Performance // *Journal of Business Finance & Accounting*. 2005. Vol.32. N 9–10. P.1921–1960.
- Bradshaw P., Wicks D.* The Experience of White Women on Corporate Boards in Canada: Compliance and Non-Compliance to Hegemonic Masculinity // *Women on Corporate Boards of Directors: International Challenges and Opportunities*: 2000.
- Calleja N.* To Delegate or Not to Delegate: Board Committees and Corporate Performance in Australia's Top 100 Companies // *Sydney Law Review*. 1999. Vol.21. N 1. P.5–35.
- Campbell K., Minguez-Vera A.* Gender Diversity in the Boardroom and Firm Financial Performance // *Journal of Business Ethics*. 2007. Vol.83. N 3. P.435–451.
- Capon N., Farley J., Hoeing S.* *Toward an Integrative Explanation of Corporate Financial Performance*. Boston: Kluwer Academic Publishers, 1996.
- Carpenter M., Westphal J.* The Strategic Context of External Network Ties: Examining the Impact of Director Appointments on Board Involvement in Strategic Decision Making // *The Academy of Management Journal*. 2001. Vol.44. N 4. P.639–660.
- Carter D., Simkins B., Simpson W.* Corporate Governance, Board Diversity, and Firm Value // *Financial Review*. 2003. Vol.38. N 1. P.33–53.
- Christensen J., Kent P., Stewart J.* Corporate Governance and Company Performance in Australia // *Australian Accounting Review*. 2010. Vol.20. N 4. P.372–386.
- Chung K., Pruitt S.* A Simple Approximation of Tobin's q // *Financial Management*. 1994. Vol.23. N 3. P.70–74.
- Coles J., Daniel N., Naveen L.* Boards: Does One Size Fit All? // *Journal of Financial Economics*. 2008. Vol.87. N 2. P.329–356.
- Conyon M., Peck S.* Board Size and Corporate Performance: Evidence from European Countries // *The European Journal of Finance*. 1998. Vol.4. N 3. P.291–304.
- Croson R., Gneezy U.* Gender Differences in Preferences // *Journal of Economic Literature*. 2009. Vol.47. N 1. P.1–27.
- DaDalt P., Donaldson J., Garner J.* Will Any q Do? // *The Journal of Financial Research*. 2003. Vol.26. N 4. P.535–551.

- Daily C., Dalton D., Cannella R. Corporate Governance: Decades of Dialogue and Data // The Academy of Management Review. 2003. Vol. 28. N 3. P.371–382.
- Dalton D.R., Daily C.M., Ellstrand A.E., Johnson J.L. Meta-Analytic Review of Board Composition, Leadership Structure, and Financial Performance // Strategic Management Journal. 1998. Vol. 19. N 3. P.269–290.
- Dalton D., Daily C., Certo S., Roengpitya R. Meta-Analyses of Financial Performance and Equity: Fusion or Confusion? // Academy of Management Journal. 2003. Vol. 46. N 1. P.13–26.
- Dalton D., Daily C., Johnson J., Ellstrand A. Number of Directors and Financial Performance: A Meta-Analysis // Academy of Management Journal. 1999. Vol. 42. N 6. P.674–686.
- Davies M. Women on Boards. UK Business Innovation and Skills Department. 2011. URL: <http://www.bis.gov.uk/assets/biscore/business-law/docs/w/11-745-Women-on-Boards> (дата обращения: 28.02.2012).
- DeFond M., Jiambalvo J. Incidence and Circumstances of Accounting Errors // Accounting Review. 1991. Vol. 66. N 3. P. 643–655.
- Denis D., McConnell J. International Corporate Governance // Journal of Financial and Quantitative Analysis. 2003. Vol. 38. N 1. P. 1–36.
- Donaldson L., Davis J. Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns // Australian Journal of Management. 1991. Vol. 16. N 1. P. 49–64.
- Drakos A, Bekiris F. Corporate Performance, Managerial Ownership and Endogeneity: A simultaneous Equations Analysis for the Athens Stock Exchange // Research in International Business and Finance. 2010. Vol. 24. N 1. P.24–38.
- Dulewicz V., Herbert P. Does the Composition and Practice of Boards of Directors Bear any Relationship to the Performance of Their Companies? // Corporate Governance: An International Review. 2004. Vol. 12. N 3. P.263–280.
- Eisenberg T., Sundgren S., Wells M. Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms // Journal of Financial Economics. 1998. Vol. 48. N 4. P.35–54.
- Fama E., Jensen M. Separation of Ownership and Control // Journal of Law and Economics. 1983. Vol. 26. N 2. P.301–325.
- Fang V., Noe T., Tice S. Stock Market Liquidity and Firm Value // Journal of Financial Economics. 2009. Vol. 94. N 1. P.150–169.
- Farrell K., Hersch P. Additions to Corporate Boards: The Effect of Gender // Journal of Corporate Finance. 2005. Vol. 11. N 1. P.85–106.
- Ferris S.P., Jagannathan M., Pritchard A. Too Busy to Mind the Business? Monitoring by Directors with Multiple Board Appointments // Journal of Finance. 2005. Vol. 58. N 3. P.1087–1111.
- Filatovchev I., Toms S. Corporate Governance, Strategy and Survival in a Declining Industry: A Study of UK Cotton Textile Companies // Journal of Management Studies. 2003. Vol. 40. N 4. P.895–920.
- Finkelstein S., D'Aveni R. CEO Duality as a Double-Edged Sword: How Boards of Directors Balance Entrenchment Avoidance and Unity of Command // Academy of Management Journal. 1994. Vol. 37. P.1079–1108.
- Gomez-Mejia L., Tosi H., Hinkin T. Managerial Control, Performance, and Executive Compensation // Academy of Management Journal. 1987. Vol. 30. N.1. P. 51–70.

- Hall B. The Value of Intangible Corporate Assets: An Empirical Study of the Components of Tobin's Q // Economics Working Papers. N 93-207. University of California at Berkeley, 1993.
- Harris I. C., Shimizu K. Too Busy to Serve? An Examination of the Influence of over Boarded Directors // Journal of Management Studies. 2004. Vol.41. N 5. P.775–798.
- Hayes R., Mehran H., Schaefer S. Board Committee Structures, Ownership and Firm Performance // Revised Version of the Paper Presented at the Federal Reserve Bank of New York Finance Seminar Series. 2004.
- Heidrick & Struggles. «Независимые иностранцы» в совете директоров российской компании // Heidrick & Struggles. 2007. URL: http://www.heidrick.com/PublicationsReports/PublicationsReports/RussiaBoardReport_Local.pdf (дата обращения: 30.09.2012).
- Hendry K., Kiel G. The Role of the Board in Firm Strategy: Integrating Agency and Organisational Control Perspectives // Corporate Governance: An International Review. 2004. Vol. 12. N 4. P. 500–520.
- Hermalin B., Weisbach M. The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance // Financial Management. 1991. P.101–112.
- Higgs D. Review of the Role and Effectiveness of Nonexecutive Directors. URL: www.dti.gov.uk/cld/non_execs_review. 2003.
- Hillman A., Dalziel T. Boards of Directors and Firm Performance: Integrating Agency and Resource Dependence Perspectives // The Academy of Management Review. 2003. Vol. 28. N 3. P. 383–396.
- Hillman A., Withers M., Collins B. Resource Dependence Theory: A Review // Journal of Management. 2009. Vol. 35. N 6. P. 1404–1427.
- Hsiu-I Ting, Yu-Lan Huang. Alignment or Entrenchment: Which Inside Directors Matter? Evidence from Taiwan // International Research Journal of Finance and Economics. 2009. Vol. 27. P. 56–71.
- Huse M., Solberg A. Gender-Related Boardroom Dynamics: How Scandinavian Women Make and Can Make Contributions on Corporate Boards // Women in Management Review. 2006. Vol. 21. N 2. P. 113–130.
- Ingley C., Van der Walt N. The Strategic Board: The Changing Role of Directors in Developing and Maintaining Corporate Capability // Corporate Governance: An International Review. 2001. Vol. 9. N 3. P. 174–185.
- Ingley C., Van der Walt N. Do Board Processes Influence Director and Board Performance? Statutory and Performance Implications // Corporate Governance: An International Review. 2005. Vol. 13. N 5. P. 632–653.
- Jensen M. The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems // The Journal of Finance. 1993. Vol. 48. N 3. P. 831–880.
- Jensen M., Meckling W. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure // Journal of Financial Economics. 1976. Vol. 3. N 4. P. 305–360.
- Jensen M., Ruback R. The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence // Journal of Financial Economics. 1983. Vol. 11. N 1–4. P. 5–50.
- Johnson R., Hoskisson R., Hitt M. Board of Director Involvement in Restructuring: The Effects of Board versus Managerial Controls and Characteristics // Strategic Management Journal. 1993. Vol. 14. P. 33–50.

- Johnson J., Powell P.* Decision Making, Risk and Gender: Are Managers Different? // *British Journal of Management*. 1994. Vol. 5. N 2. P. 123–138.
- Judge W., Zeithaml C.* Institutional and Strategic Choice Perspectives on Board Involvement in the Strategic Decision Process // *Academy of Management Journal*. 1992. Vol. 35. N 4. P. 766–794.
- Kiel G., Nicholson G.* Board Composition and Corporate Performance: How the Australian Experience Informs Contrasting Theories of Corporate Governance // *Corporate Governance*. 2003. Vol. 11. N 3. P. 189–205.
- Klein A.* Audit Committee, Board of Director Characteristics, and Earnings Management // *Journal of Accounting and Economics*. 2002. Vol. 33. N 3. P. 375–400.
- Klein A.* Firm Performance and Board Committee Structure // *Journal of Law and Economics*. 1998. Vol. 41. N 1. P. 275–304.
- La Porta R., Lopez-De-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.* Investor Protection and Corporate Valuation // *The Journal of Finance*. 2002. Vol. 57. N. 3. P. 1147–1170.
- Lambert R., Larcker D.* An Analysis of the Use of Accounting and Market Measures of Performance in Executive Compensation Contracts // *Journal of Accounting Research*. 1987. Vol. 25. P. 85–125.
- Landsman W., Shapiro A.* Tobin's Q and the Relation Between Accounting ROI and Economic Return // *Journal of Accounting, Auditing and Finance*. 1995. Vol. 10. N 1. P. 103–118.
- Larmou S., Vafeas N.* The Relation between Board Size and Firm Performance in Firms with a History of Poor Operating Performance // *Journal of Management and Governance*. 2008. Vol. 14. P. 61–85.
- Laux C., Laux V.* Board Committees, CEO Compensation, and Earnings Management // *The Accounting Review*. 2009. Vol. 84. N 3. P. 869–891.
- Lee D., Tompkins J.* A Modified Version of the Lewellen and Badrinath Measure of Tobin's Q // *Financial Management*. 1999. Vol. 28. N.1. P. 20–31.
- Lehn K., Patro S., Zhao, M.* Determinants of the Size and Composition of US Corporate Boards: 1935–2000 // *Financial Management*. 2009. Vol. 38. Winter. N 4. P. 747–780.
- Lewellen W., Badrinath S.* On the measurement of Tobin's q // *Journal of Financial Economics*. 1997. Vol. 44. N 1. P. 77–122.
- Lindenberg E., Ross S.* Tobin's q Ratio and Industrial Organization // *The Journal of Business*. 1981. Vol. 54. N.1. P. 1–32.
- Lipton M., Lorsch J.* A Modest Proposal for Improved Corporate Governance // *Bus. Law*. 1992. Vol. 48. P. 59.
- Megna P., Klock M.* The Impact of Intangible Capital on Tobin's q in the Semiconductor Industry // *The American Economic Review*. 1993. Vol. 83. N 2. P. 265–269.
- McInerney-Lacombe N., Bilimoria D., Salipante P.* Championing the Discussion of Tough Issues: How Women Corporate Directors Contribute to Board Deliberations // *Women on Corporate Boards of Directors: International Research and Practice*. 2008. URL: <http://digitalcase.case.edu:9000/fedora/get/ksl:waeadm136/waeadm136.pdf> (дата обращения: 28.02.2012).
- Mintzberg H.* Power in and around Organizations. Prentice-Hall, 1983.
- Montgomery C., Wernerfelt B.* Diversification, Ricardian Rents, and Tobin's q // *The RAND Journal of Economics*. 1988. Vol. 19. N 4. P. 623–632.

- Mueller D., Reardon E. Rates of Return on Corporate Investment // Southern Economic Journal. 1993. Vol.60. N 2. P.430–453.
- Muravyev A., Berezinets I., Ilina Y. Owners, Boards, Managers and Private Benefits of Control: A Study of Dual Class Stock Firms in Russia // EERC project No.09-528, Final report. 2011.
- Muth M., Donaldson L. Stewardship Theory and Board Structure: A Contingency Approach // Corporate Governance: An International Review. 1998. Vol.6. N 1. P.5–28.
- Newman H., Mozes H. Does the Composition of Compensation Committee Influence CEO Compensation Practices // Financial Management. 1999. Vol.28. N 3. P.41–54.
- Nicholson G., Newton C. The Role of the Board of Directors: Perceptions of Managerial Elites // Journal of Management and Organization. 2010. Vol.16. P.204–218
- Nielsen S., Huse M. The Contribution of Women on Boards of Directors: Going beyond the Surface // Corporate Governance: An International Review. 2010. Vol.18. N 2. P.136–148.
- Nohel T., Tarhan V. The Share Repurchases and Firm Performance // Journal of Financial Economics. 1998. Vol.1. N 2. P.187–222.
- Ozkan N. Do Corporate Governance Mechanisms Influence CEO Compensation? An Empirical Investigation of UK Companies // Journal of Multinational Financial Management. 2007. Vol.17. N 5. P.349–364.
- Pearce J., Zahra S. Board Compensation from a Strategic Contingency Perspective // Journal of Management Studies. 1991. Vol.29. P.411–438.
- Peng M., Buck T., Filatotchev I. Do Outside Directors and New Managers Help Improve Firm Performance? An Exploratory Study in Russian Privatization // Journal of World Business. 2003. Vol.38. N 4. P.348–360.
- Perfect S., Wiles K. Alternative Constructions of Tobin's q: An Empirical Comparison // Journal of Empirical Finance. 1994. Vol.1. N 3–4. P.313–341.
- Pfeffer J. Size and Composition of Corporate Boards of Directors // Administrative Science Quarterly. 1972. Vol.17. N 2. P.218–229.
- Pfeffer J. Size, Composition, and Function of Hospital Boards of Directors: A Study of Organization-Environment Linkage // Administrative Science Quarterly. 1973. Vol.18. N 3. P.349–364.
- Pfeffer J., Salancik G. The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective. N.Y.: Harper & Row, 1978.
- PricewaterhouseCoopers. Совет директоров: практика подбора, номинирования и избрания директоров в российских компаниях // PwC. 2012a. URL: http://www.pwc.ru/en_RU/ru/boardsurvey/assets/e-nomination_survey_rus.pdf (дата обращения: 15.11.2012).
- PricewaterhouseCoopers. В центре внимания. Опрос членов советов директоров // PwC. 2012b. URL: http://www.pwc.ru/en_RU/ru/governance-risk-compliance/assets/Russian_boards_survey__rus.pdf (дата обращения: 15.11.2012).
- Rosenstein S., Wyatt J. Outside Directors, Board Independence, and Shareholder Wealth // Journal of Financial Economics. 1990. Vol.26. N 2. P.175–191.
- Sakawa H., Watanabel N., Ben-Zion U. Relation between Board Composition and Firm Performance in Japan // Problems and Perspectives in Management. 2009. Vol.7. N 3. P.38–41.

- Sanders W., Carpenter M.* Internationalization and Firm Governance: The Roles of CEO Compensation, Top Team Composition, and Board Structure // *Academy of Management Journal*. 1998. Vol. 41. N 2. P. 158–178.
- Shivdasani A., Yermack D.* CEO Involvement in the Selection of New Board Members: An Empirical Analysis // *Journal of Finance*. 1999. Vol. 54. N 5. P. 1829–1853.
- Shleifer A., Vishny R.* A Survey of Corporate Governance // *Journal of Finance*. 1997. Vol. 52. N 2. P. 737–783.
- Shrader C., Blackburn V., Iles P.* Women in Management and Firm Financial Performance: An Exploratory Study // *Journal of Managerial Issues*. 1997. Vol. 9. N 3. P. 355–372.
- Simpson G., Carter D., Souza F.* What Do We Know about Women on Boards? // *Journal of Applied Finance*. 2010. Vol. 20. N 2. P. 27–39.
- Terjesen S., Sealy R., Singh V.* Women Directors on Corporate Boards: A Review and Research Agenda // *Corporate Governance: An International Review*. 2009. Vol. 17. N 2. P. 320–337.
- Van E., Postma T., Sterken E.* Board Characteristics and Corporate Performance in the Netherlands // *Eastern Economic Journal*. 2008. Vol. 29. N 1. P. 41–58.
- Walsh J., Seward J.* On the Efficiency of Internal and External Corporate Control Mechanisms // *The Academy of Management Review*. 1990. Vol. 15. N 3. P. 421–458.
- Westphal J., Milton L.* How Experience and Network Ties Affect the Influence of Demographic Minorities on Corporate Boards // *Administrative Science Quarterly*. 2000. Vol. 45. N 2. P. 366–398.
- Women Matter.* Gender Diversity, a Corporate Performance Driver // McKinsey. 2007. URL: <http://www.mckinsey.com/> (дата обращения: 28.02.2012).
- Women Matter.* Women at the Top of Corporations: Making it Happen // McKinsey. 2010. URL: <http://www.mckinsey.com/> (дата обращения: 28.02.2012).
- Yermack D.* Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors // *Journal of Financial Economics*. 1996. Vol. 40. N 2. P. 185–211.
- Yermack D.* Corporate Performance in the Aftermath of CEO Stock Option Awards. Working Paper. 1994.

Статья поступила в редакцию 5 марта 2013 г.