

Взаимосвязь агентских издержек и структуры собственности на примере российских и восточноевропейских компаний

Пирогов Н.К.⁹, Бобрышев Н.А.¹⁰

Статья представляет результаты эмпирического исследования агентских издержек на российском и восточноевропейском рынках. В качестве измерителей агентских издержек внутри компании выступают прокси-переменные, которые позволяют измерить влияние структуры собственности, состава совета директоров и банковского мониторинга. Результаты, полученные на выборке, состоящей из 131 компании, позволяют сделать выводы о том, что определенные аспекты агентской теории справедливы для российских компаний. Агентские издержки снижаются, если менеджеры компании увеличивают свою долю в ее акционерном капитале; изменения в составе совета директоров способны оказывать влияние на агентские издержки; издержки возрастают, если в компании присутствует государственная собственность.

JEL: G30; G32

Ключевые слова: агентские издержки, развивающиеся рынки, корпоративное управление, структура собственности

Введение

В соответствии с исследованиями Шляйфера и Вишни [Shleifer, Vishny, 1997], величина агентских издержек в начале 1990-х годов России достигала 99% от стоимости компании. Ведущие отечественные специалисты в области корпоративного управления, такие как Т.Г. Долгопятова, В.В. Ковалев, А.В. Либман, А.Д. Радыгин, М. Старовойтов, Р.М. Энтов, А.А. Яковлев и другие, в своих исследованиях занимаются построением отечественной модели корпоративного управления, но уделяют недостаточно внимания причинам возникновения и методам контроля агентских издержек.

Основным инструментом анализа агентских издержек в России является ситуационный подход, который характеризуется достаточно большими вычислительными погрешностями. Использование современных эконометрических моделей может способствовать получению более точных оценок и выявлению скрытых закономерностей.

Дополнительные негативные факторы, способствующие возникновению агентских издержек, по мнению рейтинговых агентств «ЭкспертРА» и STANDARD&POOR'S, – это недостаточная развитость рынка ценных бумаг и банковского сектора, незавершенность перехода к отчетности с использованием международных стандартов, непрозрачность, а иногда и закрытость структуры собственности у публичных компаний, а также несовершенство российского законодательства. Совокупность всех указанных факторов приводит к необходимости подробного исследования агентских издержек для повышения уровня корпоративного контроля в России.

Обзор исследований на примере зарубежных компаний

Исследованием корпоративных отношений в плоскости агентских издержек в экономической науке занимается теория агентских отношений. Примером подобных

⁹ Старший преподаватель кафедры экономики и финансов фирмы ГУ ВШЭ.

¹⁰ Стажер-исследователь Лаборатории корпоративных финансов ГУ ВШЭ.

отношений служат отношения менеджера и акционера, менеджера и кредитора. В представленном исследовании изучаются агентские издержки, связанные с разделением в рамках компании функций собственника и управленца.

Начиная с момента возникновения агентской теории и до сегодняшнего дня большое число исследований, посвященных проблематике агентских издержек, было проведено на примере компаний развитых рынков. В своей статье, посвященной природе агентских издержек, Йенсен и Меклинг [Jensen, Meckling, 1976] сделали попытку оценить степень влияния внешних акционеров и заемного финансирования на возникновение агентских издержек в компании с использованием математического моделирования. Также одной из ранних работ, посвященных тематике агентских издержек, можно считать исследование, проведенное Фама [Fama, 1980], который описал компанию через математическую модель контрактных отношений.

В ранних исследованиях, проведенных в 1990-х годах, занимались поиском не агентских издержек как таковых, а изучали взаимосвязи между факторами, способными оказывать влияние на агентские издержки, получая через подобные соотношения выводы об изменениях агентских издержек и факторов, на них влияющих. К исследованиям подобного рода можно отнести работу Енсена, Солберга и Зорна [Jensen, Solberg, Zorn, 1992], которые в своей работе получили отрицательную зависимость между размером пакета акций, находящегося в собственности сотрудников компании, и уровнем выплаты дивидендов и положительную зависимость в случае заемного финансирования.

Схожие результаты были получены в исследовании Мохда, Перри и Римби [Moh'd, Perry, Rimbeu, 1995] которые подтвердили, что величина акционерного пакета в руках менеджеров и уровень заемного финансирования (leverage) оказывают негативное влияние на уровень дивидендных выплат. Агравал и Кнобер [Agrawal, Knoeber, 1996] включили в рассмотрение такие механизмы, как доля акционерного капитала у инсайдеров, институциональных инвесторов и владельцев контрольных пакетов, число независимых директоров и кредитная политика компании. Похожие выводы, но для доли институциональной собственности, были получены исследователями Кручли, Енсен и др. [Crutchley, Jensen, Jahera, Raymond, 1999].

Другой подход, который используется авторами при проведении эмпирических исследований, основывается на увязывании факторов, контролирующих изменение агентских издержек и показателей деятельности фирмы. Взаимосвязь между элементами корпоративного управления, такими как размер совета директоров и состав его членов, и агентскими издержками часто исследуются авторами, интересующимися агентской проблематикой, в частности исследования размера совета директоров были проведены Ермаком [Yermack, 1996], Ейзинбергом, Сундгреном и Велсом [Eisenberg, Sundgren, Wells, 1998].

Исследованием состава совета директоров занимались такие экономисты, как Виер, Лианг и Макнайт [Weir, Laing, McKnight, 2002], Мак и Ли [Mak, Li, 2001], Бхагат и Блек [Bhagat, Black, 2002]. Виер, Лианг и Макнайт получили результаты, противоречащие агентской теории, то есть увеличение числа независимых директоров отрицательно влияет на показатель Q Тобина компании, а общее число членов совета – положительно. Мак и Ли в своем исследовании получили смешанные результаты.

Существует большое количество исследований, посвященных дуализму СЕО, составу и независимости наблюдательного совета, структуре компенсаций и денежных вознаграждений менеджменту: Брики, Коулз и Джаррел [Brickley, Coles, Jarrell, 1997], Ермак [Yermack, 1995].

Большая часть исследователей акцентируют внимание на изучении взаимосвязей, которые характеризуют отношения между долей владения акциями компании различными субъектами и показателями деятельности фирмы. Исследования Морка, Шляйфера и Вишни [Morck, Shleifer, Vishny, 1988] а также Макконела и Серваеса [McConnell, Servaes, 1990]

показали, что существует нелинейная зависимость между изучаемыми переменными, которая является статистически значимой.

Исследования институциональной собственности не позволяют сделать однозначных выводов. Различные исследователи получают противоположные результаты при построении модели с участием подобного фактора. Макконел и Серваес в своем исследовании получили статистическую зависимость между показателями корпоративного управления и показателями деятельности фирмы. В противовес полученным результатам, Мак и Ли и Демзетс и Виллалонга [Demsetz, Villalonga, 2001] в своих работах на базе сингапурских (Мак и Ли) и американских (Демзетс и Виллалонга) компаний не получили статистической зависимости между институциональной собственностью и показателями компании.

Отдельный блок исследований посвящен рассмотрению не отдельных факторов в частности, а качеству общей системы менеджмента компании, что достигается за счет использования в моделировании таких переменных, как права акционеров или уязвимость к поглощению. Исследования, проведенные в этом направлении, были сделаны Блеком, Янгом и Кимом [Black, Jang, Kim, 2006] и Кремерсом и Наиром [Cremers, Nair, 2005].

Последний блок исследований связан с методикой, используемой в представленной работе. Авторы этих исследований делают попытку напрямую измерить уровень агентских издержек компании (или построить прокси-переменные) и также выделить факторы, которые оказывают значительное влияние на их изменение. Одной из первых работ в этом направлении была работа Анга, Коула и Лина [Ang, Cole, Lin, 2000] в которой авторы проводили измерение агентских издержек на примере небольших непубличных американских компаний.

Авторы использовали линейную многофакторную регрессию, в которую входили контрольные переменные плюс поочередно включались исследуемые наблюдения. Были выдвинуты гипотезы, что такие факторы, как доля собственности в руках менеджмента, наличие крупного акционера в компании и увеличение числа независимых директоров в составе совета, должны снижать агентские издержки компании. В итоге были получены результаты, полностью согласовывающиеся с агентской теорией.

Подобное исследование было проведено Флемингом, Хеани и Маккоскером [Fleming, Heany, McCosker, 2005] для непубличных австралийских компаний. Авторами была использована аналогичная методология и слегка расширенный набор переменных. Полученные результаты совпадают с выводами предыдущей модели. Работа Синга и Девидсона [Singh, Davidson, 2003] проводит аналогичные исследования, но на примере крупных американских компаний.

Таблица 1

Основные направления исследования агентских издержек

Авторы	Независимые переменные	Зависимая переменная	Выборка	Результаты
Математическое моделирование				
Jensen and Meckling, 1976	Математическое моделирование математическое описание компании как набора контрактных отношений			↑ акционерного капитала менеджмента ↓ А.И.*
Fama, 1980				↑ акционерного капитала менеджмента ↓ А.И.
Взаимосвязь переменных, определяющих агентские издержки, между собой				
Jensen, Solberg and Zorn, 1992	Дивиденды,	Дивиденды,	1197 компаний	↑ акционерного капитала

				менеджмента и уровня фин. рычага ↓ дивид. выплаты
Moh'd, Perry and Rimbey, 1995	уровень финансового рычага, структура собственности, контрольные переменные	уровень финансового рычага, структура собственности	341 компания США	↑ акционерного капитала менеджмента и уровня фин. рычага ↓ дивид. выплаты
Crutchley, Jensen, Jahera. Raymond, 1999				↑ институц. собственности ↓ дивид. выплаты и уровень фин. рычага
Взаимосвязь переменных, определяющих агентские издержки, и эффективности деятельности компании				
Agrawal and Knoeber, 1996	Структура собственности, совет директоров, CEO	Q Тобина	400 крупных компаний США	↑ акционерного пакета менеджмента ↑ Q Тобина, ↑ уровня фин. рычага и независимости совета ↓ Q Тобина
Yermack, D., 1996	Структура собственности, совет директоров, CEO	Q Тобина, ROA	452 крупные компания США	↑ размера совета дир-ов ↓ ROA и Q- Тобина, ↑ акционерного пакета менеджмента ↑ Q Тобина
Eisenberg, Sundgren and Wells, 1998	Совет директоров	ROA	879 мелких финских компаний	↑ размера совета дир-ов ↓ ROA
Weir, C., D. Laing and P.J. McKnight, 2002	Структура собственности, совет директоров	Q Тобина	318 крупных английских компаний	↑ уровня фин. рычага ↓ Q-Тобина, размер совета дир- ов и число независимых членов ↑ Q Тобина
Mak, Y.T. and Y. Li, 2001	Структура собственности, совет директоров, CEO	Q Тобина	147 сингапурских компаний	↑ акционерного пакета менеджмента и размера совета дир-ов ↓ Q Тобина, ↑ независимости совета ↑ Q Тобина
Morck, Shleifer and Vishny, 1988	Совет директоров (нелинейно)	Q-Тобина	371 крупная компания США	Акционерный капитал совета дир- ов: 0-5% и больше 25% - Q-Тобина ↑, 5- 25% Q-Тобина ↓
Построение единого показателя корпоративного управления, включающего в себя все прочие характеристики				
Black, Jang and Kim, 2006	Общий индекс управления	Q Тобина	515 корейских компания	Улучшение корпоративного управления снижает

				А.И.
Измерение агентских издержек через прокси-переменные				
Fleming, Heany and McCosker, 2005	Структура собственности, совет директоров, контрольные	Прокси-переменные, измеряющие агентские издержки	3800 австралийских компаний	↑ акционерного пакета менеджмента и семейной собственности ↓ А.И.
Ang, Cole and Lin, 2000			1708 небольших компаний США	↑ акционерного пакета менеджмента и уровня фин. рычага ↓ А.И., большое число акционеров ↑ А.И.
Singh and Davidson, 2003			1528 крупных компаний США	↑ акционерного пакета менеджмента ↓ А.И., ↑ размера совета дир-ов ↑ А.И.

*А.И. – агентские издержки.

Из рассмотренных работ большая часть посвящена исследованию развитых рынков. Несмотря на это, в последнее время многие зарубежные авторы стали обращать внимание на развивающиеся страны, преимущественно азиатского региона.

В эмпирических работах по российским данным, проведенных сотрудниками ГУ ВШЭ Т.Г. Долгопятовой и А.А. Яковлевым, были выявлены факторы, способствующие возникновению агентских издержек: особенности российской приватизации [Яковлев, 2003], переход акционерного капитала к другим нефинансовым компаниям [Долгопятова, 2004], присутствие во многих компаниях. крупного собственника, тенденции по найму топ-менеджеров, не являющихся собственниками акционерного капитала компании [Долгопятова, 2007].

В основном отечественные исследования направлены на общую оценку корпоративного управления компании. Несмотря на это, по аналогии с зарубежными работами можно сделать косвенные выводы о факторах, оказывающих влияние на агентские издержки.

Описание переменных и гипотез

В модели исследования используются четыре зависимые переменные: коэффициент использования активов (asset utilization ratio), уровень операционных издержек (expense ratio), величина свободных денежных потоков компании (free cash flows) и прокси-переменная агентских издержек, основывающаяся на показателе Q Тобина (Q Tobin's ratio).

Первая зависимая переменная – коэффициент использования активов (AssetUtilization) – определяется как отношение выручки к общей величине активов (annual sales to total assets) и отрицательно коррелирован с агентскими издержками. Высокие значения показателя означают, что менеджмент принимает эффективные инвестиционные решения и извлекает максимальную производительность из имеющихся активов и, как следствие, менее склонен к генерации агентских издержек в рамках компании.

Вторая зависимая переменная – уровень операционных издержек (ExpenseRatio) определяется отношением операционных издержек к выручке. В проведенном исследовании величина операционных издержек определялась как сумма коммерческих расходов и расходов на маркетинг, общих и административных расходов (selling general and

administrating expenses), амортизация и прочие операционные расходы. Показатель операционных издержек положительно связан с уровнем агентских издержек компании и является прямым измерителем агентских издержек, так как нецелевые расходы топ-менеджмента на частные выгоды будут отражены в общих и административных расходах. Две первые переменные были предложены в качестве зависимых в исследовании, проведенном авторами Ангом, Коулом и Лином [Ang, Cole, Lin, 2000]

Третья зависимая переменная, способная выявить уровень агентских издержек, – это соотношение потоков свободных денежных средств к общей величине активов (FCF/TA). Наличие свободных денежных средств в компании является фактором, который заставляет менеджеров принимать неэффективные инвестиционные решения или использовать денежные средства не по назначению, так как свободные денежные потоки по своей сути – это избыток средств, который остается после того, как все выгодные инвестиционные решения уже реализованы [Jensen, 1986].

Последняя переменная (Qdummy) является бинарной и основывается на показателе Q Тобина. Она принимает значение 1 в случае, если Q Тобина компании больше единицы, и 0 – если Q-Тобина меньше единицы. В исследовании значение Q Тобина рассчитывалось как отношение рыночной капитализации к совокупным активам (market capitalization to total assets). Описанная переменная позволяет опосредованно предполагать наличие агентских издержек у компаний, значение Q Тобина в которых меньше единицы, так как менеджеры фирмы уменьшают стоимость акционерного капитала (shareholder's value) и, предполагается, с большей вероятностью склонны к пользованию частными выгодами за счет компании, что создает агентские издержки для акционеров компании. Переменные FCF/TA и Qdummy были построены по аналогии с работой Генри [Henry, 2006], где они и представлены.

Независимые переменные можно разделить на три группы: переменные корпоративного управления; переменные, характеризующие деятельность совета директоров; и контрольные переменные.

Таблица 2

Характеристики переменных

Зависимые переменные		
ExpenceRatio	Operating Exp/ Annual Sales	Уровень операционных расходов
AssetUtilization	Annual Sales/ Total Assets	Коэффициент использования активов
FCF/TA	FCF/Total Assets	Отношение свободных денежных потоков к величине активов
Qdummy	Бинарная	Qдамми
Переменные структуры собственности		
Man_Own	Бинарная	Менеджер-владелец
ManrShare	Доля	Пакет акций во владении менеджмента
ManrShare^2	Доля^2	Квадрат переменной ManrShare
FstShrOwn	Доля	Пакет акций основного акционера
Own>50	Бинарная	Если доля
NonManSharehls	Натуральный логарифм	Число неуправляющих акционеров
GovOwn	Доля	Доля государства в компании
Переменные совета директоров		
BoDSize	Число	Количество участников совета директоров
BoDInd	Доля	Отношение числа независимых директоров к общей численности совета
Контрольные переменные		
Leverage	Total debt/Total Assets	Уровень банковского контроля
Ind	Бинарная	Код отрасли
Size	Натуральный логарифм	Размер компании
Age	Год	Возраст

Основываясь на агентской теории, предложенной Енсенем и Мекленгом [Jensen, Meckling, 1976), и используя опыт предыдущих исследований, можно обозначить гипотезы относительно влияния различных факторов на агентские издержки.

Гипотеза 1. Увеличение пакета акций в руках менеджмента приводит к выравниванию интересов менеджмента и собственников и снижает агентские издержки. Это означает, что коэффициенты β_1, β_2 перед переменными Man_Own и ManrShare должны быть значимыми и отрицательными.

Гипотеза 2. Сосредоточение крупного пакета акций в руках одного собственника стимулирует усиление мониторинга с его стороны, снижая агентские издержки. Коэффициенты β_4, β_5 должны быть значимыми и отрицательными.

Гипотеза 3. Размытие структуры собственности приводит к возникновению дополнительных агентских издержек. Переменная NonManSharehls должна входить в уравнения с положительным коэффициентом β_6 .

Гипотеза 4. Состав и размер совета директоров способны оказать значительное влияние на агентские издержки в контексте российских и восточноевропейских компаний. Коэффициенты β_8, β_9 должны быть значимыми.

Гипотеза 5. Государственная собственность способствует снижению эффективности функционирования компании и приводит к возникновению дополнительных агентских издержек, то есть переменная GovOwn должна входить в уравнения с положительным коэффициентом β_7 .

Исследование зависимостей производилось с помощью линейных регрессий, в которых в качестве зависимой переменной выступала одна из четырех переменных, характеризующих уровень агентских издержек компании, а объясняющими переменными выступали поочередно переменные структуры собственности и структуры совета директоров. Оценка параметров регрессии производилась обычным МНК-методом. При построении регрессии для бинарной переменной общая форма регрессионной зависимости представлена следующим образом:

(1)

$$\begin{aligned} \text{Agency costs}_i = & \alpha + \beta_1(\text{Man_Owner}_i) + \beta_2(\text{ManrShare}_i) + \\ & \beta_3(\text{ManShare}^2_i) + \beta_4(\text{FstShrOwn}_i) + \beta_5(\text{Own} > 50_i) + \\ & \beta_6(\text{NonManSharehls}_i) + \beta_7(\text{GovOwn}_i) + \beta_8(\text{BoDSize}_i) + \\ & \beta_9(\text{BoDInd}_i) + \beta_{10}(\text{Leverage}_i) + \beta_{11}(\text{Size}_i) + \beta_{12-18}(\text{Ind}_i) + \\ & \beta_{11}(\text{Age}_i) + \varepsilon_i \end{aligned} ,$$

где:

агентские издержки (agency costs) – одна из четырех независимых переменных;

α – константа регрессии;

β_j – коэффициенты независимых переменных;

ε_i – компонента ошибок регрессии.

Чтобы отсечь влияние других факторов на зависимую переменную, так как возможная корреляция между независимыми переменными приведет к ухудшению оценок регрессии, использовалась более простая форма эконометрической зависимости:

$$\text{Agency Costs}_i = \alpha_i + \beta_1(\text{IndependentVariable}) + \beta_2(\text{Leverage}) + \beta_3(\text{Size}) + \beta_{4-10}(\text{Ind}) + \beta_{11}(\text{Age}) + \varepsilon_i \quad (2)$$

где:

независимая переменная (Independent Variable) – одна из переменных структуры собственности или банковского контроля.

Полная форма регрессии строилась для проверки полученных результатов. Среди зависимых переменных присутствует одна бинарная (Qdummy), поэтому оценки регрессионных уравнений с участием этой переменной проводились с использованием logit модели.

Характеристики выборки

Данное исследование проведено на основе выборки, объединяющей результаты деятельности российских и восточноевропейских компаний. Использование межстрановой выборки связано с нехваткой информации в рамках российской экономики. Такие страны Восточной Европы, как Чехия, Венгрия, Румыния, Польша, государства Балтийского региона, были выбраны из-за схожести развития рыночных отношений, становление которых началось после распада Советского Союза и одновременно ухода от коммунистического режима, в соседних «дружественных» странах. К странам Балтийского региона относятся Латвия, Литва и Эстония.

Данные собирались с использованием таких международных баз данных, как «Амадеус» от компании «ВанДайк» (Amadeus by bureau Van Dijk) и «Блумберг» (Bloomberg).

Выборка содержит информацию о 131 компании по состоянию на конец 2007 года, распределение компаний по странам можно увидеть в таблице 3. В связи с тем, что раскрытие финансовой информации в России и странах Восточной Европы находится на достаточно низком уровне, в рассмотренную выборку вошли в основном крупные компании.

Таблица 3

Распределение компаний всей выборки по странам на 2007 г. (шт.)

Россия	Чехия	Венгрия	Румыния	Польша	Страны Балтии
58 (44,27%)	6 (4,85%)	12 (9,16%)	20 (15,27%)	20 (15,27%)	15 (11,45%)



Рис. 1. Распределение всех компаний по секторам на 2007 г. (%)

Так как число наблюдений невелико, то для уменьшения числа дамми-переменных была проведена агрегация по индустриям для компаний со схожими показателями. Как следует из рисунка 1, в выборке преобладают компании производственного сектора. При этом значительна доля компаний потребительского и телекоммуникационных секторов.

Среднее значение коэффициента использования активов по исследуемой выборке составило 0,75, что несколько ниже, чем результаты, полученные для Австралии (0,85) [Henry, 2006] и значительно отличается от США (1,46) [Singh, Davidson, 2003]. Полученные результаты также соотносятся с работой Бхатачаруя и Рао [Bhattacharyya, Vivek Rao, 2005], которые исследовали агентские издержки на индийских компаниях (0,84).

Результаты для среднего значения уровня операционных издержек выше, чем в США примерно в полтора раза (0,375 в сравнении с 0,29), но значительно ниже, чем в Индии, где показатель составил 1,03.

В России и Европе (здесь и в дальнейшем подразумеваются страны Восточной Европы) примерно одинаковое число компаний, которые генерируют отрицательные и положительные потоки свободных денежных средств, так как среднее значение составляет -0,004 и оно незначительно отличается от медианы 0,006.

Говоря о переменных структуры собственности, можно отметить, что почти в половине случаев (46,66%) менеджеры компании владеют ее акциями в среднем в размере

11,4%, что схоже с результатами, полученными для Великобритании –12,09% [Short, Keasey, 1999]. Этот показатель ниже среднего для США (16,19%), но больше австралийских данных (6%).

Показатель численности совета директоров во всех рассмотренных исследованиях примерно одинаков, и в среднем совет директоров состоит из восьми членов, но средней показатель независимости для российской и европейской выборки (31,1%) значительно ниже, чем в Индии, – 87,5% [Bhattacharyya, Vivek Rao, 2005] и США – 56,81% [Singh, Davidson, 2003]. Можно предположить, что, скорее всего, число членов совета директоров будет положительно коррелировать с агентскими издержками.

Таблица 4

Характеристики общей выборки компаний

	Переменная	Среднее	Дисперсия	Среднекв. откл.	Минимум	Максимум
1	AssetUtilization	0,759	0,119	0,345	0,034	1,492
2	ExpenceRatio	0,375	0,052	0,227	0,046	0,838
3	FCF/TA	-0,004	0,009	0,095	-0,326	0,247
4	Qdummy	0,618	0,236	0,486	0,000	1,000
5	Man_Owner	0,466	0,249	0,499	0,000	1,000
6	ManrShare	0,114	0,040	0,201	0,000	0,864
7	FstShrOwn	0,503	0,040	0,200	0,094	0,936
8	Own>50	0,542	0,248	0,498	0,000	1,000
9	NonManSharehls	19,3	978,0	31,3	0,0	300,0
10	GovOwn	0,149	0,071	0,266	0,000	0,966
11	BoDSize	7,802	6,800	2,608	3,000	15,000
12	BoDInd	0,311	0,042	0,205	0,000	1,000
13	Leverage	0,224	0,024	0,154	0,000	0,577
14	Size	6,605	3,670	1,916	1,480	11,460
15	Age	27,213	833,817	0,382	2,000	149,000

Среди общего числа компаний российскими компаниями являются 58, восточноевропейскими – 73. В таблице 5 и на рисунках 2 и 3 приведены основные характеристики региональных подвыборок. Сходство обеих выборок заключается в превалировании компаний производственного сектора, а также в примерно одинаковом соотношении компаний транспортного сектора, коммунальных услуг и предприятий нефтегазового сектора.



Рис. 2. Распределение всех компаний по секторам на 2007 г. (%)

Как следует из рисунка 2, в рамках отобранных компаний, на российском рынке, в отличие от восточноевропейского, не представлены компании строительного сектора, при этом доля телекоммуникационных – в два раза выше. Компании телекоммуникационного сектора характеризуются относительно небольшими операционными затратами по сравнению с компаниями строительного сектора, поэтому отраслевые различия окажут влияние на средние значения описательных статистик. Рисунки 2 и 3 демонстрируют распределение компаний по секторам.



Рис. 3. Распределение восточно-европейских компаний по секторам на 2007 г. (%)

Как следует из таблицы 5, описательные характеристики двух подвыборок в основном отличаются незначительно, но можно указать некоторые особенности. Средние значения переменной *AssetUtilization* для российских и европейских компаний отличаются на 10,4%. Средние значения переменной *ManrShare* различаются почти вдвое. Это может привести к тому, что для европейской подвыборки влияние акционерного капитала окажется менее

значимым. Для европейских компаний менее характерно присутствие государства среди собственников; среднее значение этого показателя для российских компаний составляет 0,196 и оно больше европейского показателя в 1,75 раз. Аналогичная ситуация складывается относительно присутствия в компании крупного мажоритария. Для восточноевропейских компаний характерны большая независимость совета директоров (почти в два раза) и меньшее число общих членов в составе совета.

Таблица 5

Характеристики российской и восточноевропейской выборок

		Российские компании			Восточно-европейские компании		
		Среднее	Максимум	Минимум	Среднее	Максимум	Минимум
1	AssetUtilization	0,817	1,492	0,234	0,713	1,479	0,034
2	ExpenceRatio	0,390	0,807	0,071	0,363	0,838	0,046
3	FCF/TA	0,000	0,185	-0,326	-0,007	0,247	-0,295
4	Qdummy	0,690	1,000	0,000	0,562	1,000	0,000
5	Man_Owner	0,586	1,000	0,000	0,370	1,000	0,000
6	ManrShare	0,158	0,864	0,000	0,078	0,546	0,000
7	FstShrOwn	0,553	0,936	0,094	0,463	0,868	0,100
8	Own>50	0,690	1,000	0,000	0,425	1,000	0,000
9	NonManSharehls	21,0	300,0	0,0	18,0	91,0	0,0
10	GovOwn	0,196	0,966	0,000	0,112	0,900	0,000
11	BoDSize	9,241	15,000	5,000	6,658	13,000	3,000
12	BoDInd	0,222	0,636	0,000	0,382	1,000	0,000
13	Leverage	0,268	0,577	0,000	0,190	0,572	0,000
14	Size	7,762	11,468	4,235	5,686	10,176	1,481
15	Age	33,431	141,000	2,000	22,274	149,000	2,000

Переменные AssetUtilization и ExpenceRatio имеют сильную отрицательную корреляцию (-0,3), что подтверждает разнонаправленное влияние переменных на величину агентских издержек. Отсутствует корреляция переменной Qdummy с другими переменными, характеризующими агентские издержки, так как мы предполагаем, что AssetUtilization и Qdummy (0,07) имеют однонаправленное влияние на агентские издержки, то их совместное использование позволит более полно учесть влияние различных факторов.

Переменная FstShrOwn имеет значимую положительную корреляцию только с Qdummy (0,14), переменная Own > 50 с AssetUtilization (0,11), при этом значение корреляции с остальными объясняемыми переменными положительно. Определение более точных взаимосвязей требует построения эконометрических моделей.

Переменная BoDSize коррелирует с FCF/TA (0,22) и ExpenceRatio (0,16), поэтому при построении модели можно предполагать наличие значимых коэффициентов с нужным знаком.

Корреляционная зависимость между GowOwn и переменными агентских издержек AssetUtilization и Qdumm положительна, между переменными ExpenceRatio, FCF/TA – отрицательна, что косвенно подтверждает выдвинутую гипотезу.

Результаты оценивания модели

Проведя исследование зависимости агентских издержек от переменных, контролирующих структуру собственности компании, состав совета директоров, уровень банковского мониторинга на выборке, состоящей из российских и восточноевропейских компаний, можно выделить факторы, которые в наибольшей степени оказывают влияние.

В ходе проведенного исследования частично подтвердилась первая гипотеза о том, что наличие акций компании в собственности у менеджмента способствует снижению агентских издержек. В результате исследования зависимости между наличием в компании менеджера-собственника (Man_Owner) и изменением агентских издержек на примере российских и восточноевропейских компаний не было выявлено устойчивой взаимосвязи, которая позволяла бы делать определенные выводы.

В ходе исследования была подтверждена первая гипотеза. Выявлена устойчивая зависимость между агентскими издержками и величиной менеджерского пакета акций. Исследование показало, что увеличение пакета акций компании в руках менеджмента приводит к оптимальному распределению ресурсов в компании и снижению агентских издержек, что связано с выравниванием интересов акционеров и менеджеров в рамках одной компании. Результаты согласуются с исследованиями, проведенными в рамках американской экономики авторами Сингом и Дэвидсоном [Singh, Davidson, 2003] и Генри [Henry, 2006] на примере крупных австралийских компаний.

Вторая гипотеза, о положительном влиянии крупного акционера на уровень мониторинга, на представленной выборке не подтвердилась. Переменные, которые отслеживают наличие в компании крупного акционера и изменение числа его акций, в результате проведенных эконометрических исследований оказались незначимыми.

Сделанные выводы подтверждают состоятельность третьей гипотезы об отрицательном влиянии общего числа акционеров на агентские издержки компании. Размытие структуры собственности компании, которое выражается в большом числе акционеров, владеющих относительно небольшими пакетами акций, позволяет менеджменту компании более активно продвигать проекты, направленные на извлечение собственной выгоды. Наличие большого числа акционеров приводит к проблеме безбилетника, когда участники отношений стараются переложить свои обязанности на других, тем самым снижая общий уровень мониторинга за деятельностью менеджмента и стимулируя возникновение агентских издержек. Подобные выводы были получены в исследовании, проведенном авторами Ангом, Коулом и Лином [Ang, Cole, Lin, 2000].

Гипотеза номер четыре, предполагающая значимое влияние совета директоров на менеджмент компании, подтвердилась, причем по результатам исследования, возможно четко определить направленность влияния факторов, характеризующих деятельность совета директоров.

Присутствие в составе совета независимых членов позволяет осуществлять дополнительный мониторинг за деятельностью менеджеров, что повышает качество управления компанией. Степень независимости совета директоров статистически значима как для выборки в целом, так и для российских компаний в частности. Как было отмечено, уровень независимости совета в российских компаниях намного ниже, чем в зарубежных, поэтому необходимо увеличить число независимых директоров для повышения эффективности деятельности компании.

Полученные взаимосвязи между деятельностью совета директоров и корпоративным управлением согласуются с другими исследованиями, например с работой Синга и Дэвидсона [Singh, Davidson, 2003], Ермака [Yermack, 1996]. Влияние размера совета директоров на показатели компании оказалось отрицательным, то есть привлечение большого числа директоров приводит к возникновению дополнительных агентских издержек.

Исследование показало состоятельность пятой гипотезы о том, что государственная собственность негативно влияет на показатели деятельности компании. На примере российских и восточноевропейских компаний нам удалось убедиться, что наличие государства среди акционеров компании приводит к возникновению дополнительных агентских издержек. Это утверждение справедливо как для всей выборки в целом, так и для российских и восточноевропейских компаний по отдельности. Результат аналогичен полученному в работе Сай, Хиллер и Тиан [Cai, Hillier, Tian, 2009], в которой подобные выводы были сделаны на примере китайских компаний; также наши выводы согласуются с экспертными оценками рейтинговых агентств, проводивших свои исследования в Российской Федерации.

В рамках проведенного исследования были обнаружены статистически значимые связи между объясняемыми переменными и таким фактором, как доля заемных средств. Банковский мониторинг заставляет менеджеров принимать более эффективные решения, что снижает стимулы к оппортунистическому поведению и, как следствие, агентские издержки, что было подтверждено на исследуемой выборке.

В ходе исследования не было обнаружено однозначной взаимосвязи между агентскими издержками и размером компании, несмотря на то что во многих моделях переменная являлась статистически значимой. Выборка состояла преимущественно из средних и крупных компаний, можно было предположить, что будет наблюдаться экономия издержек от масштаба, но однозначной закономерности получить не удалось.

Проверка результатов на локальных выборках

Устойчивость полученных результатов можно проверить с помощью разделения выборки на две подвыборки и построения аналогичных эконометрических моделей на части данных. Также интересно увидеть, какие закономерности сохраняются при исследовании непосредственно российских компаний. С этой целью исходный набор данных был разделен на две группы: Россия и Восточная Европа. «Российская» часть выборки представлена 58 компаниями, «Европейская» часть представлена 73 компаниями. Перед построением моделей необходимо указать некоторые допущения, которые связаны с небольшим размером исходной выборки.

Использование полного набора объясняемых переменных не представляется возможным, так как при определении оценок переменных не достигается минимизация квадратов ошибок. По этой причине в качестве контрольных переменных будут использованы только переменных Size и Leverage.

Для российских компаний выявленные значимые переменные не вошли в противоречие с ранее полученными результатами, а наоборот, позволили убедиться в правильности получаемых выводов. Знаки незначимых коэффициентов во много совпадают с описанными результатами.

Переменные ManrShare, GowOwn, NonManSharehls, BoDSize, BoDInd оказались значимыми, и полученные знаки соответствуют теоретическим предположкам.

Таблица 6

Влияние исследуемых переменных на агентские издержки на российской выборке

Man_Owner	ManrShare	FstShrOwn	Own>50	NonManShrs
Нет	(-)*	Нет	(+)	(+)*
GovOwn	BoDSize	BoDInd	Leverage	Size
(+)*	(+)*	(-)*	Нет	Нет

* Отмечены значимые переменные

Результаты, полученные при оценке переменных на основании данных восточноевропейских компаний, не позволяют сделать какие-либо выводы о наличии зависимости между структурой собственности и агентскими издержками. Из всех переменных, характеризующих структуру собственности, значимыми оказались только показатели государственной собственности и числа неуправляющих акционеров, также была значима переменная общего числа совета директоров.

Таблица 7

Влияние исследуемых переменных на агентские издержки на восточноевропейской выборке

Man_Owner	ManrShare	FstShrOwn	Own>50	NonManShrs
Нет	Нет	Нет	Нет	(+)*
GovOwn	BoDSize	BoDInd	Leverage	Size
(+)*	(+)*	Нет	Нет	Нет

* Отмечены значимые переменные

Заключение

Агентские издержки, которые возникают в результате разделения функций управления и контроля в компании, способны в значительной степени повлиять на эффективность корпоративного управления. Представленное исследование делает попытку проследить взаимосвязь между различными факторами деятельности компании, в частности такими, как структура собственности, банковский мониторинг и эффективность деятельности совета директоров, с целью определения степени их влияния на агентские издержки.

В качестве исследовательского инструмента выступали два регрессионных уравнения, разработанные по аналогии с работами других исследователей [Ang, Cole, Lin, 2000; Fleming, Heany, McCosker, 2005]. В рамках этих уравнений проводилось исследование взаимодействий между четырьмя прокси-переменными агентских издержек и набором независимых факторов, отписывающих корпоративную структуру компании, банковский мониторинг и прочие контрольные величины.

Исследование проводилось с использованием данных, характеризующих деятельность российских и восточноевропейских компаний. В ходе проведенного эконометрического анализа удалось выявить определенные закономерности.

1. Увеличение пакета акций, находящегося в руках менеджмента компании, приводит к выравниванию интересов и целей акционеров и управляющего состава, то есть снижению агентских издержек. Результаты согласуются с исследованиями, проведенными в рамках американской экономики авторами Сингом и Дэвидсоном [Singh, Davidson, 2003] и Генри [Henry, 2006] на примере крупных австралийских компаний.
2. Присутствие государства в составе акционеров компании не способствует появлению дополнительных факторов мониторинга, а приводит к увеличению агентских издержек, причем это справедливо для всех компаний. Результат аналогичен полученному в работе Сай, Хиллер и Тиан [Cai, Hillier, Tian, 2009].
3. Размытие структуры собственности приводит к возникновению проблемы безбилетника и, как следствие, снижению мониторинга и увеличению агентских издержек.
4. Роль совета директоров, как контролирующего органа и посредника между акционерами и менеджментом, чрезвычайно важна в деятельности компании. Состав и размер совета директоров способны оказывать существенное влияние на качество корпоративного управления в компании. Результаты совпадают с исследованиями Синга и Дэвидсона [Singh, Davidson, 2003], Ермака [Yermack, 1996].

Полученные результаты позволяют говорить о том, что для российских и восточноевропейских компаний контроль агентских издержек является не только теоретической моделью, но реальным фактором, способным привести к улучшению качества корпоративного контроля и поднять эффективность деятельности предприятия.

Дальнейшие исследования в этой области можно сосредоточить на расширении списка факторов структуры собственности. Для отражения более полной картины в исследование можно ввести институциональных инвесторов, а также рассмотреть нелинейные взаимодействия между величиной акционерного капитала и изменением агентских издержек компании. Последняя тенденция наблюдается в новых исследованиях, проведенных на развитых рынках. Также следует более подробно изучить влияние банковского мониторинга за счет расширения круга переменных.

Исследование приведенных выше факторов в динамике будет способствовать пониманию не только механизмов взаимодействия между регрессорами, но и позволит понять основные тенденции, присущие рынку российского корпоративного управления.

Список литературы

1. Долгопятова Т.Г. Собственность и корпоративный контроль в российских компаниях в условиях активизации интеграционных процессов // Российский журнал менеджмента. 2004. Т. 2. № 2. – С. 3–26.
2. Долгопятова Т.Г. Эмпирический анализ корпоративного контроля в российских компаниях: когда крупные акционеры отходят от исполнительного управления? // Российский журнал менеджмента. 2007. Т. 5. № 3. – С. 27–52.
3. Ковалев В.В., Либман А.В. Управление агентскими издержками в корпорации: Введение в проблему // Вестн. С.-Петерб. ун-та. Сер. Экономика. 2001. Вып. 4. – С.47-60.
4. Швырков О. Инфраструктура корпоративного управления в России // Standard & Poor's. 2008: <<http://corp-gov.ru/upload/file/CG%20in%20Russia%202008%20-%20rus%20-%204.pdf>.
5. Яковлев А.А. Корпоративное управление и реструктуризация предприятий в России: формальные институты и неформальные интересы собственников // Экономический журнал ВШЭ. 2003. Т. 7. № 2. - С. 221-230.
6. Agrawal, A., and Knoeber, C.R. (1996), Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 31 (1996) 377-397.
7. Ang, J.S., Cole R.A., and Lin, J. Wuh (2000), Agency costs and ownership structure, *Journal of Finance* 55 (2000) 81-106.
8. Bhagat, S., and Black, B. (2002), The non-correlation between board independence and long-term firm performance, *Journal of Corporations Law* 27 (2002) 231-274.
9. Black, B., Jang, H., and Kim, W. (2006), Does corporate governance affect firms' market values? Evidence from Korea, *Journal of Law, Economics and Organization* 22 (2006), 366-413.
10. Brickley, J.A., Coles, J.L., and Jarrell, G. (1997), Leadership structure: separating the CEO and chairman of the board, *Journal of Corporate Finance* 3 (1997) 189-220.
11. Cremers, K.J.M, and Nair, V.B. (2005), Governance mechanisms and equity prices, *Journal of Finance* 60 (2005) 2859-2894.
12. Cai Charlie, X., Hillier, D., Tian Gaoliang, Qinghua Wu (2009), Agency Costs of Government Ownership: A Study of Voluntary Audit Committee Formation in China, working paper
13. Crutchley, C.E., Jensen, M.R.H., Jahera Jr, J.S., and Raymond, J.E. (1999), Agency problems and the simultaneity of financial decision making: The role of institutional ownership, *International Review of Financial Analysis* 8 (1999) 177-197.

14. Demsetz, H., and Villalonga, B. (2001), Ownership structure and corporate performance, *Journal of Corporate Finance* 7 (2001) 209-233.
15. Eisenberg, T., Sundgren, S., and Wells, M. (1998), Larger board size and decreasing firm value in small firms, *Journal of Financial Economics* 48 (1998) 35-54
16. Henry, Darren (2006), Agency Costs, Corporate Governance and Ownership Structure: Evidence from Australia, working paper.
17. Fama, E. (1980), Agency problems and the theory of firm. *Journal of Political Economy*.
18. Fleming, G., Heaney, R., and McCosker, R. (2005), Agency costs and ownership structure in Australia, *Pacific-Basin Finance Journal* 13 (2005) 29-52.
19. Jensen, M.C. (1986), Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers, *American Economic Review* 76 (1986) 323-339.
20. Jensen, M., and Meckling, W. (1976), Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics* 3 (1976) 305-360.
21. Jensen, G.R., Solberg, D.P., and Zorn, T.S. (1992), Simultaneous determination of insider ownership, debt and dividend policies, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 27 (1992)247-263.
22. McConnell, J.J., and Servaes, H. (1990), Additional evidence on equity ownership and corporate value, *Journal of Financial Economics* 27 (1990) 595-612.
23. Morck, R., Shleifer, A., and Vishny, R.W. (1988), Managerial ownership and market valuation, *Journal of Financial Economics* 20 (1998) 293-315.
24. Moh'd, M.A., Perry L.G., and Rimbey, J.N. (1995), An investigation of the dynamic relationship between agency theory and dividend policy, *Financial Review* 30 (1995) 367-385.
25. Mak, Y.T., and Li, Y. (2001), Determinants of corporate ownership and board structure: evidence from Singapore, *Journal of Corporate Finance* 7 (2001) 235-256.
26. Shleifer, Andrei & Vishny, Robert W. (1997), A Survey of Corporate Governance, *Journal of Finance*, American Finance Association, 52(2) (June 1997) 737-83,.
27. Singh, M., and Davidson, W.N. III (2003), Agency costs, ownership structure and corporate governance mechanisms, *Journal of Banking and Finance* 27 (2003) 793-816.
28. Weir, C., Laing, D.,and McKnight, P.J. (2002), Internal and external governance mechanisms: Their impact on the performance of large UK public companies, *Journal of Business Finance and Accounting* 29 (2002) 579-611.
29. Yermack, D. (1995), Do corporations award CEO stock options effectively? *Journal of Financial Economics* 39 (1995) 237-269.
30. Yermack, D. (1996), Higher market valuation for firms with a small board of directors, *Journal of Financial Economics* 40 (1996) 185-211.