

Влияние политических связей и государственной собственности на деятельность фирм в России

Гладышева Анна Алексеевна

Преподаватель, факультет экономических наук, департамент прикладной экономики, стажер-исследователь, факультет экономических наук, научно-учебная лаборатория макроструктурного моделирования экономики России, Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики»
Москва, Мясницкая ул., 20
E-mail: gladysheva.ann@gmail.ru

Кишилова Юлия Олеговна

Аналитик, факультет экономических наук, проектно-учебная лаборатория анализа финансовых рынков, Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики»
Москва, Мясницкая ул., 20
E-mail: sh-j@mail.ru

Аннотация

Политические связи (ПС) и их влияние на деятельность фирм – один из самых актуальных для развивающихся рынков, в том числе для России, аспектов корпоративного управления. От состава совета директоров компании зависит весь спектр ключевых корпоративных решений, как инвестиционных, так и финансовых. Наличие аффилированного лица – представителя государства может или усугублять агентскую проблему, приводя к неэффективности связанных компаний, или, наоборот, приводить к улучшению показателей за счет различных предпочтений и выгод от политической власти. Вопрос направления влияния политических связей на результаты деятельности фирм уже не первое десятилетие является предметом обсуждения, как в академическом сообществе, так и среди широкой общественности, однако в России наблюдается дефицит исследований по данной тематике.

На основе панельных данных за 2011–2014 гг. в работе исследуется влияние политических связей на результаты деятельности стратегически важных нефинансовых предприятий России. Выборка из 106 компаний делится на две подвыборки: политически связанные фирмы (ПСФ) и политически не связанные фирмы (НСФ). В центре внимания в данной работе находятся два основных вопроса: как нахождение политически связанного лица в совете директоров влияет на балансовые и рыночные показатели эффективности предприятия, на уровень ликвидности, на уровень долга и его стоимость, а также, в целом, какую роль группа политически аффилированных директоров играет в корпоративном управлении. В качестве меры результатов деятельности фирм используются показатели рентабельности (*ROA*, *ROE*, рентабельность по *EBIT* и оборачиваемость активов) и *q*-Тобина.

По результатам эконометрического анализа сделан вывод о влиянии уровня политической связанности компании на балансовую эффективность: имеется нелинейная зависимость (положительное влияние политических связей меняется на отрицательное при достижении отметки в 27% аффилированности совета директоров). Это является косвенным подтверждением теории агентских издержек. Мы находим также квадратичную зависимость между долей политически связанных директоров и количеством денежных средств на счетах. Однако следует отметить, что основное воздействие исходит только от ПС не ниже федерального уровня. Гипотезы о положительном влиянии политических связей на уровень долга и отрицательном – на стоимость долга не были подтверждены.

Ключевые слова: политические связи, эффективность, корпоративное управление, рентабельность, стоимость долга, финансовый рычаг

JEL: G30, G32, G38

Введение

Политики и государственные управленцы в бизнесе – явление столь же распространенное, как и практика политических дебютов среди бизнесменов. Наиболее частые случаи пересечения бизнеса и политики за последнее десятилетие наблюдались в развивающихся странах, например, в Китае, Таиланде, Кыргызстане и Украине [Szakonyi, 2015]. Российская Федерация не является исключением. Несмотря на актуальность проблемы, в России наблюдается дефицит исследований влияния политических связей (ПС) на деятельность политически связанных фирм (ПСФ). Тема работы тесно связана с изучением эффективности государственной собственности, поскольку государственные компании представляют собой значительный пласт интересующих нас компаний (с государственными представителями в советах директоров).

Политика государственного регулирования в области управления компаниями с государственным участием проводилась довольно непоследовательно и противоречиво. В России в последнее десятилетие наблюдалось двукратное изменение степени государственного вмешательства в корпоративное управление. Период президентства Д.А. Медведева был ознаменован массовым выводом чиновников из советов директоров¹. Затем, в январе 2014 г., в период третьего президентского срока В.В. Путина, правительство заявило о «контрреформе» корпоративного управления: было принято решение вернуть управленцев из государственного аппарата на свои места в наблюдательных советах².

Таким образом, в российском обществе и во власти до сих пор не сформировалось определенного отношения к подключению государственных управленцев и других «связанных» лиц к корпоративному управлению. Более того, в академических кругах оценка ПС вызывает не меньше споров. Тем не менее, в обзоре литературы будет показано, что практически каждое исследование, как для развивающихся, так и для развитых стран, подтверждает существенность влияния ПС на деятельность фирм, однако направления этого влияния различаются.

В связи с вышесказанным целью работы является исследование влияния политических связей на деятельность фирм в России: на эффективность, ликвидность, долю заемного финансирования в капитале компании и его стоимость. Основным критерием признания компании в качестве ПСФ являлось наличие в совете директоров чиновника или парламентария любого уровня, а также косвенно аффилированного лица. Подробнее о методе отбора ПСФ написано в разделе описания независимых переменных (с. 13). А сейчас перейдем к анализу существующих трудов зарубежных и российских авторов, посвященных теме влияния ПС на деятельность фирм.

Влияние политических связей на деятельность фирм: обзор литературы

Множество исследований посвящено анализу последствий установления политических связей для компаний. Эмпирические исследования по теме можно условно разделить на две группы. К первой относятся статьи, показавшие положительную корреляцию между ПС и результатами фирмы.

Во-первых, теория ресурсной зависимости (*resource dependence theory*) способна объяснить данную зависимость. Согласно этой теории, ПСФ получают доступ к ограниченному политическому ресурсу, который недоступен для конкурентов, и поэтому лучше справляются с внешней неопределенностью и шоками [Pfeffer, Salancik, 1978]. Концепция авторов заключается в том, что фирмы находятся в сильной зависимости от внешних сил, одна из которых – государство. Государство – источник неопределенности, следовательно, политическая связь с властью выгодна с целью устранения этой неопределенности [Pfeffer, 1972]. В результате экономические выгоды от ПС превышают возможные недостатки и, как следствие, показатели деятельности ПСФ улучшаются, стоимость фирмы растет [Faccio, 2009; Goldman et al., 2009]. В качестве основных каналов получения преимуществ могут выступать: более легкий доступ к заемному финансированию, налоговые льготы и субсидии, государственные заказы или упрощение бюрократических процедур [Agrawal, Knoeber, 2001; Faccio, 2006; Claessens et al., 2008; Goldman et al., 2009; Khwaja, Mian, 2005]. Во-вторых, возможна обратная причинно-следственная связь, когда политики и чиновники в репутационных целях изначально выбирают более эффективные компании [Niessen, Ruenzi, 2009]. В-третьих, те же авторы предполагают, что увеличение эффективности может быть обусловлено тем, что связанные директора привносят в дискуссию о стратегическом развитии фирмы «взгляд со стороны», что положительно сказывается на ее результатах.

Другая группа исследователей не поддерживает связанного с ПСФ оптимизма. Результаты этих исследований демонстрируют отрицательную взаимосвязь между политическими связями и эффективностью [You, Du, 2012; Fan et al., 2007]. Этому феномену находят несколько возможных объяснений. Во-первых, исследователи ссылаются на агентскую проблему как первопричину неэффективности ПСФ [Jenson, Meckling, 1976]. Совет директоров оказывает прямое влияние на весь спектр ключевых корпоративных решений, как инвестиционных, так и финансовых, а наличие аффилированного лица может смещать целеполагание фирмы. Вместо того чтобы стремиться

¹ URL: <http://polit.ru/article/2011/03/30/goska/>

² URL: <http://www.vedomosti.ru/newspaper/articles/2014/01/27/chinovniki-snova-stanut-direktorami>

к максимизации стоимости, чиновники могут реализовывать на средства компаний общественные и государственно важные интересы: производство общественных благ, устранение внешних эффектов, восстановление социальной справедливости, защита идеологических ценностей, инвестиции в отраслевую инфраструктуру и т.д. Однако это не всегда соответствует интересам частных собственников и создает конфликт интересов внутри фирмы. Далее, нет никаких гарантий того, что представители государства действуют именно в его, а не в собственных интересах. Более того, правительство, как правило, назначает несколько представителей из разных отраслевых министерств, у которых могут быть различные ведомственные интересы, поэтому они могут следовать разным стратегиям [Шпренгер, 2010]. В любом случае может возникать и конфликт *principal – agent* (акционеры – политически связанный менеджер) [Muttakin et al., 2015], так и конфликт *principal – principal* (между разными группами акционеров: политически связанный член совета директоров – остальные его члены) [Uddin, 2016]. Возникающая агентская проблема должна решаться в рамках существующих механизмов внешнего корпоративного управления (банкротство, рынок корпоративного контроля, рынок труда менеджеров, конкуренция на товарных рынках) [Ружанская, 2010], однако многие из них недоступны для ПСФ в силу связи с государством.

Во-вторых, ПСФ могут предьявлять избыточный спрос на рабочую силу с целью улучшения политической конъюнктуры [Bertrand et al., 2007], что чаще всего приводит к неэффективному использованию ресурсов и ухудшению показателей деятельности фирм.

Роль ПС в развитых странах и межстрановые исследования

Статья А. Меноззи и др. [Menozzi et al., 2012] представляется наиболее релевантной для целей данной работы, поскольку в ней рассматривается влияние состава совета директоров, в частности, наличия ПС, на результаты деятельности фирм с государственным участием (*SOE*) в Италии. Авторы подчеркивают, что объект исследования выбран не случайно: *SOE* в целом сильнее страдают от недостатков внутреннего корпоративного управления в силу того, что для таких компаний вероятность принудительной смены состава директоров, поглощения или банкротства очень мала. Все это снижает стремление менеджмента максимизировать стоимость фирмы, а в сочетании с гибким бюджетным ограничением (*soft-budget constraint*) приводит к снижению рентабельности. В объяснении данного феномена авторы статьи, как и многие их предшественники, придерживаются агентской теории: политически ангажированные лица склонны действовать в рамках краткосрочных целей, игнорируя долгосрочные

последствия для компании [Menozzi et al., 2012; Shleifer, Vishny, 1994]. А вот стоимость корпораций увеличивается после ухода крупного акционера в политику [Faccio, 2006; Goldman et al., 2009], причем особенно сильная реакция наблюдается на рынках сильно коррумпированных стран [Faccio, 2006, 2009; Domadenik et al., 2015].

Наиболее неизученным таргетом влияния ПС являются стоимость капитала и доступ к заемному финансированию. В Испании Дж.П. Санчес-Баллеста и Е. Гарсия-Мека [Sánchez-Ballesta, García-Meca, 2011] обнаружили, что большая доля государственной собственности тесно коррелирует с более низкой стоимостью долга. В частности, увеличение государственной собственности (политической связи) на 1 п.п. приведет к сокращению стоимости долга на 0,0704 п.п. Результаты совпадают с основным массивом исследований, согласно которым ПС снижают риск дефолта, что, в свою очередь, снижает требуемую доходность и стоимость долга [Borisova, Megginson, 2010; Iannotta et al., 2013]. Вместе с тем, есть эмпирические подтверждения, что появление ПС приводит к незначимому снижению [Faccio, 2009] или к значимому увеличению стоимости заемного капитала в любое время, кроме кризиса [Borisova et al., 2015].

К важным выводам относительно особенностей структуры капитала ПСФ приходит Л. Костовецки [Kostovetsky, 2015]: по выборке в США за 1973–2009 гг. автор находит положительную связь между ПС и риском, измеренным как леввередж. Аналогично М. Фассио [Faccio, 2009] на выборке из 20 202 компаний в 47 странах мира показывает, что связанные фирмы имеют более высокий уровень леввериджа, причем влияние возрастает с увеличением силы связи. К примеру, «избыточный» долг будет маргинально выше у фирм, где связующим звеном является крупный собственник, а не CEO (генеральный директор).

В статье Н. Бубакри и др. [Boubakri et al., 2013] фокус внимания смещен на проблему влияния ПС на ликвидность. На выборке из 50 119 наблюдений из 39 стран мира авторы доказывают, что ПСФ в среднем держат более крупные остатки денежных средств на счетах по сравнению с политически не связанными фирмами (НСФ). Авторы предлагают два объяснения этому результату: во-первых, политики могут использовать ПСФ как «дойных коров» для реализации своих политических целей. ПСФ могут держать больше денег, чем их несвязанные аналоги, чтобы использовать эти средства для финансирования политических кампаний, а также для усиления поддержки правительства населением. Во-вторых, политическим связям сопутствуют агентские проблемы, поэтому высокий уровень денежных средств может быть отражением того, что на фирме практикуется извлечение частных выгод в ущерб интересам акционеров [Pinkowitz et al., 2006].

Исследования роли ПС в развивающихся странах

Насколько мы осведомлены, единственным исследованием в открытом доступе по выборке из российских компаний на момент написания статьи была работа Д. Жакони [Szakony, 2015]. Автор приходит к выводу, что выигрыш на выборах аффилированного директора обеспечивает рост выручки у связанных компаний на 13 млн долл. (на 60%), чистой прибыли – на 800 тыс долл. (на 90%), причем рост обеспечивается не за счет положительного сигнала для стейкхолдеров, а благодаря снижению информационных и бюрократических издержек.

Поскольку Россия является развивающимся рынком, необходимо рассмотреть ряд работ, посвященных анализу влияния ПС на развивающихся рынках.

В статье П. Бунканвапича и У. Виваттанакантанг [Bunkanwanicha, Wiwattanakantang, 2009] подтвердили, что нахождение на государственных должностях может выступать эффективным каналом увеличения власти бизнесменов, находящихся в сильной зависимости от государственных контрактов, а также способствует получению конкурентных преимуществ для аффилированной фирмы. Оказавшись у власти, магнаты не упускают возможности напрямую влиять на государственную политику в отношении бизнеса и, таким образом, добывают себе и своему бизнесу частные преференции. Так, ПСФ получают более легкий доступ к кредитам, но с относительно более высокой стоимостью заемного капитала. Эти результаты соотносятся с выводами другого исследования по выборке компаний из Туниса [Lassoued, Attia, 2014], где авторы обнаруживают положительное влияние ПС на эффективность и стоимость фирм через каналы государственного субсидирования, налоговых льгот и более широкого доступа к заемным средствам при более высокой стоимости долга. Иными словами, как и в работе П. Бунканвапича и У. Виваттанакантанг [Bunkanwanicha and Wiwattanakantang, 2009], каналом получения преференций является не снижение стоимости заемного капитала, но субсидирование и льготы.

Однако не все исследователи могут подтвердить положительную взаимосвязь политической аффилированности и эффективности. Например, А. Саид и др. [Saeed et al., 2016] обнаруживают, что результаты деятельности ПСФ ниже НСФ почти на 17 и 15% на основе *ROA* и *ROE*, соответственно. В отличие от Таиланда, для Китая были получены противоречивые результаты. Так, в статье Дж. Ю и Дж. Ду [You, Du, 2012] положительное значимое влияние ПС на эффективность было подтверждено только для фирм со значе-

нием рентабельности ниже медианы по отрасли. Более «интуитивные» в свете теории ресурсной зависимости результаты получили в своих статьях Х. Ли и У. Занг [Li, Zhang, 2007] и У. Ву и др. [Wu et al., 2012]: политическая сеть контактов менеджеров положительно коррелирована с результатами деятельности бизнеса.

Другое интересное направление в исследовании политических связей затрагивает их влияние на стоимость капитала, в частности, в статье А. Хвая и А. Миан [Khwaja, Mian, 2005] для Пакистана подтверждается гипотеза о преференциальном отношении государственных банков к ПСФ через предоставление им более широкого доступа к кредитам, причем льготный доступ даже выше для более крупных дефолтных ПСФ. Авторы также обнаруживают, что получение доступа к льготному кредитованию от государственных банков находится в прямой положительной зависимости от политического веса связанного лица (чем более мощный и успешный политик, тем больше его способность влиять на госбанки). Наиболее вероятное объяснение данному феномену авторы находят в «социальном кредитовании»: (а) ПСФ, скорее всего, участвуют в проектах с высокими социальными, но низкими частными доходами, и (б) государственные банки оценивают социальную отдачу больше, чем частные банки.

Расчетно-аналитическая база

Описание данных

Анализируемая выборка сформирована на основе списка российских компаний, получивших государственную помощь в период кризиса 2008–2009 гг.³ Мы сочли, что 295 компаний из списка являются удобной «точкой отсчета» по нескольким причинам⁴: во-первых, все эти компании относятся к стратегически важным предприятиям. Во-вторых, выбор обусловлен относительной доступностью данных по этим компаниям. Помимо того, мы предположили, что в списке с большой вероятностью окажутся компании с высокой долей в собственности государства и ПСФ, что полностью соответствует поставленным задачам исследования и позволит сравнить НСФ с ПСФ. Информация по составу совета директоров и необходимые финансовые показатели были собраны с помощью базы данных «СПАРК-Интерфакс». Далее исходная выборка была сужена до **106 компаний**, поскольку по этим компаниям была доступна регулярно публикуемая отчетность в открытых источниках, однако только по половине из них были доступны рыночные индикаторы эффективности.

³ URL: <http://ria.ru/crisis/20081225/158098785.html>

⁴ Прекратившие свою деятельность, ликвидированные или присоединенные компании были исключены из списка. Самое большое количество исключений – в отрасли энергетики в связи с реформой по укрупнению. Некоторые компании были заменены, например, «РИА новости», ликвидированное Указом Президента РФ от 9 декабря 2013 г. № 894, стало базой созданного Международного информационного агентства «Россия сегодня».

Таблица 1. Доля связанных фирм по типам собственности, %

Тип фирмы	С государственным участием		Без государственного участия	
	Число фирм	Доля фирм	Число фирм	Доля фирм
НСФ	55	34,2	188	71,5
ПСФ	106	65,8	75	28,5
Итого	161	100	263	100

Для заполнения пробелов в данных использовалась ежеквартально публикуемая отчетность с сайтов компаний.

Информация по рыночной капитализации собиралась из двух источников: из базы данных *Bloomberg* (рыночная капитализация на конец отчетного периода / года) и с официального сайта ММВБ⁵.

В выборку попали три пересекающиеся совокупности компаний: политически связанные компании, не связанные компании и компании с государственной собственностью. Для целей нашего исследования критически важно различать политически связанные компании и компании с государственной собственностью, поскольку эти группы не совпадают, хотя и пересекаются. Для того чтобы учесть возможные эффекты государственной собственности на зависимые переменные, мы включаем долю государственной собственности как контрольную переменную во все регрессии. Далее мы бы хотели подробнее остановиться на совокупности компаний с государственной собственностью и описать их многообразие. Терминологически важно различать государственные предприятия и акционерные общества с государственным участием. Принципиальная разница заключается в том, что ФГУПы (к примеру, ФГУП «Почта России») не являются собственниками имущества, а владеют и управляют государственным имуществом. По Федеральному закону от 14 ноября 2011 г. № 161-ФЗ «О государственных и муниципальных унитарных предприятиях», это накладывает значительные ограничения на распоряжение имуществом такого предприятия⁶. В отличие от государственных предприятий акционерные общества (АО) обладают правом собственности, и государство не имеет полномочий накладывать ограничения на распоряжение имуществом АО (государство имеет такие же права на владение и распоряжение, как и другие акционеры, в соответствии с долей в капитале). На рис. 1 изображена схема вариантов государственного участия в АО.

Рисунок 1.

Государственное участие в управлении АО



Источник: СПАРК.

К компаниям из первой группы мы традиционно относим корпорации с долей государственного участия более 10%⁷, хотя, безусловно, реальный контроль зависит от степени концентрации собственности. Компании из второй группы, с непрямым государственным управлением, формально не относятся к государственным, однако на практике многие из них отчитываются напрямую перед органами управления материнской компании. Таким образом, при сборе данных по структуре собственности в выборку в качестве государственных включались все компании, относящиеся к одной из трех форм собственности: государственное предприятие, АО с прямым участием и АО с косвенным государственным участием, при этом для второго типа доля государственной собственности рассчитывалась через перемножение долей прямого участия в цепочке собственности (до третьего собственника). В результате 38% выборки составляют компании с государственным участием (табл. 1).

⁵ URL: <http://moex.com/a20>

⁶ URL: <http://www.oecd.org/daf/ca/35175370.pdf>

⁷ Там же.

С точки зрения формирования отраслевой выборки наши данные можно в целом считать репрезентативными (табл. 3), несмотря на то, что были исключены компании финансового сектора в силу существенных различий в содержании компонентов финансовой отчетности. В выборке наблюдается небольшое смещение в сторону транспортных, энергетических, металлургических и сырьевых компаний, объясняющееся объективным смещением генеральной совокупности ПСФ в сторону этих отраслей и их фактически преобладающим вкладом в ВВП страны. Однако следует оговориться, что в силу специфичности выборки (все отобранные компании входили в список государственной помощи в период кризиса 2009 г.), выявленные закономерности могут иметь смещенный, ослабленный или неустойчивый характер.

В разделе «Описание результатов» предъявлены результаты для компаний с $ROA < 4$. Анализ также проводился по всем наблюдениям, по компаниям с ROA в интервале $(-2; 2)$, по компаниям с ROE в интервале $(-2; 2)$ и по компаниям, удовлетворяющим двум последним ограничениям. Результаты по общей выборке не показаны, поскольку есть основания предполагать, что они искажены в силу наличия аномальных значений анализируемых показателей. Результаты же по указанным подвыборкам стабильны.

Проверяемые гипотезы

На основе обобщения результатов предыдущих эмпирических исследований по данной тематике были сформулированы следующие рабочие гипотезы.

H1: ПСФ в среднем менее эффективны, чем политически не связанные фирмы.

Как показатели эффективности мы использовали ROA , ROE и q -Тобина (см. раздел «Описание переменных»). За этой гипотезой стоит теория агентской проблемы, согласно которой издержки политических связей будут превышать возможные выгоды. Кроме того, многочисленные сравнительные исследования [You, Du, 2012; Faccio, 2009; Menozzi et al., 2012] показывают, что ПСФ уступают в эффективности обычным компаниям.

H2: U-образная зависимость показателей эффективности от доли политически связанных директоров.

Насколько мы осведомлены, ранее в научной литературе не проверялись гипотезы о нелинейном влиянии ПС на эффективность. За данной гипотезой стоит логика, аналогичная влиянию размера самого крупного пакета акций на эффективность корпоративного управления [Lazareva et al., 2008]. Мы предполагаем, что с увеличением количества аффилированных директоров повышается степень конфликта между независимыми директорами и политически связанными, но когда связанные директора начинают составлять доминирующую долю совета директоров, конфликты смягчаются, поскольку «не связанные» одиночки более не могут противостоять мнению большинства.

H3: Влияние чиновников федерального уровня сильнее, чем региональных и муниципальных.

Мы, вслед за А.И. Хвая и А. Миан, считаем, что чиновники федерального уровня обладают более широким кругом связей и большим объемом политической власти, следовательно, они будут оказывать более сильное и (или) значимое воздействие на деятельность ПСФ [Khwaja, Mian, 2005].

H4: ПСФ имеют более высокий уровень долга, чем политически не связанные фирмы, при этом стоимость финансирования для них ниже.

В качестве независимой переменной мы будем использовать показатель левериджа (D/E), как в статье М. Фассио [Faccio, 2009], и отношение процентных платежей к LTD (переменная Rd) как прокси для стоимости долга. Мы считаем, что одной из причин в принятии решения о финансировании может являться, помимо прочего, доступ к заемному финансированию, который может улучшаться при наличии ПС. Политическая связанность может в данном случае выступать в роли административного ресурса. Хотя важно понимать, что ПС скорее всего не будет являться ключевым фактором в выборе структуры капитала компании. Важно также заметить, что «формальный признак наличия доли государства в уставном капитале компании еще не является достаточным условием для получения дешевого кредита, поскольку банк, как коммерческая организация, исходит из оценки платежеспособности заемщика и рентабельности собственных операций» [Ружанская, 2010]. По мнению Л. Ружанской, государство как один из собственников, призванный отвечать по обязательствам общества, может скорее отпугивать кредитора, поскольку государство более инертно в управлении, стратегические решения в компании принимаются дольше, и они строго регламентированы. Из этого следует, что решающее значение имеет не тип собственности, а именно факт наличия политической связи или «крыши».

H5: У ПСФ больше высоколиквидных активов.

Уровень высоколиквидных активов измеряется через натуральный логарифм денежных средств и рыночных эквивалентов. Согласно исследованию Н. Бубакри и др., ПСФ могут держать больше наличности по трем основным причинам: 1) в силу несовершенства корпоративного управления из-за агентского конфликта; 2) поскольку чиновники могут использовать ПСФ в качестве «дойных коров» для осуществления своих политических задач; 3) вероятность экспроприации для ПСФ ниже, что позволяет компаниям «не прятать» денежные средства [Boubakri et al., 2013].

Методология

В обзоре было показано, что существует большое количество исследований влияния ПС на деятельность фирм. Методология каждого отдельного исследования выбиралась в зависимости от целей работы и исходя из доступных данных. В целом,

перед началом исследования стоял выбор между двумя основными подходами к анализу проблемы:

1) сравнение показателей одной и той же фирмы «до» вхождения аффилированного лица в совет директоров и «после». В данном случае наиболее эффективным средством выступал бы разрывной регрессионный дизайн (*regression discontinuity design*) [Szakonyi, 2015] или событийный анализ (*event study*) [Boubakri et al., 2012]. Однако специфика выборки российских компаний не позволяет провести подобное исследование по нескольким причинам. Во-первых, большинство ПСФ из выборки не имели в своей истории фазы «до», т.е. без нахождения чиновника в советах директоров. Во-вторых, в открытом доступе практически невозможно найти архивные отчеты компаний, т.е. финансовые результаты в 1990-х – начале 2000-х гг. В-третьих, только в середине прошлого десятилетия начался постепенный переход крупных акционерных обществ к МСФО или GAAP, что обеспечивает сравнимость показателей между объектами и в динамике в панели; 2) так называемое «перекрестное сравнение», когда сравниваются ПСФ и фирмы без связей, принимая во внимание прочие объясняющие факторы. Мы предположили, что такой подход является наиболее приемлемым в отношении России.

Поскольку наши данные представляют собой сбалансированную панель по российским компаниям за четыре года (2011–2014), для анализа применялись линейные модели регрессии с учетом панельной структуры данных с поправками на панельную гетероскедастичность и автокорреляцию первого порядка, специфическую для каждой компании в выборке.

Эмпирическая часть: регрессионный анализ

Описание переменных

Зависимые переменные

ROA – отношение прибыли до процентных выплат и налогов (*EBIT*) к балансовой стоимости всех активов компании (BV_{assets})

$$ROA = \frac{Sales}{BV_{assets}} \cdot \frac{EBIT}{Sales} = \frac{EBIT}{BV_{assets}},$$

где *Sales* – выручка на конец отчетного периода; *EBIT* – операционный доход на конец отчетного периода; BV_{assets} – балансовая стоимость совокупного капитала. Далее, для того чтобы проследить первоисточник эффекта, мы тестируем аналогичные модели для компонентов рентабельности активов, согласно разложению Дюпона:

а) оборачиваемость активов (*a_turnover*) – выручка на активы;

б) *EBIT-margin* (*ebit_marg*) – рентабельность прибыли до процентов и налогов;

ROE – рентабельность собственного капитала, используется для проверки результатов на чувствительность, рассчитывается как отношение чистой прибыли за отчетный период на балансовую стоимость собственного акционерного капитала;

q-Тобина, характеризующее перспективы и инвестиционную привлекательность компаний, а также эффективность использования чистых активов при формировании ее рыночной стоимости, рассчитывалась по упрощенной формуле

$$q - Tobin = \frac{Market_cap + BV_{debt}}{BV_{assets}},$$

где *Market_cap* – рыночная капитализация на конец отчетного периода; BV_{debt} – балансовая стоимость долга;

LTD – коэффициент долгосрочных заемных средств, отношение долгосрочного долга к суммарному капиталу (балансовой стоимости активов);

Rd – прокси для стоимости заемного финансирования, отношение процентных расходов к обязательствам (отношение процентных расходов к долгосрочному уровню долга), рассчитано по формуле

$$Rd = \frac{Interest_expenses}{LT_Debt};$$

lnCash – натуральный логарифм денежных средств и рыночных эквивалентов как прокси для уровня ликвидности.

Независимые переменные

Критерием включения компании в число ПСФ являлось выполнение одного из следующих условий⁸:

- член совета директоров компании занимает(-л) пост на государственной службе, федерального, регионального или муниципального уровня / является министром (тип 1);
- член совета директоров является(-лся) парламентарием любого уровня (депутатом Государственной Думы / регионального законодательного органа) (тип 1);
- в совете директоров компании есть косвенно аффилированное лицо: близкие родственники или друзья политика, или его член состоит в каком-либо «окологосударственном» органе – различные советы / комиссии при президенте, или, например, ГК «Ростехнологии», Сколково и т. п.⁹ (тип 2).

⁸ Мы фиксировали состав совета директоров по архивным годовым отчетам, а затем проверяли «связанность» по биографиям (или указанным в отчете за 2014 г., или прибегая к дополнительному веб-поиску). Далее, за 2011–2013 гг., мы сверяли составы с 2014 г. и проверяли на ПС только «новые лица».

⁹ Исключение – АО «Интеко», включенное в список косвенно связанных не по наличию связанного лица в совете директоров, а из-за того, 99,9% акций находились в собственности у Е. Батуриной, супруги экс-мэра Москвы Ю. Лужкова.

Таблица 2. Описание переменных

	Переменная	Описание
Финансовые и балансовые характеристики компании	<i>Size</i>	Размер компании, исчисляемый как логарифм активов
	<i>Lev</i>	Уровень финансового левериджа
		$Lev = \frac{ST_Debt + LT_Debt}{Equity}$
	<i>lnS</i>	Логарифм выручки (прокси для размера)
	<i>G</i>	Темп роста выручки (прокси для перспектив роста компании)
	<i>Intangibility</i>	Доля нематериальных активов
<i>Casha</i>	Отношение денежных средств к чистым активам	
	$Casha = \frac{Cash}{Assest - Cash}$	
<i>Board</i>	Размер совета директоров	
Корпоративное управление	<i>a_turnover</i>	Оборачиваемость активов $a_turnover = \frac{Sales}{Assets}$
Оборачиваемость	<i>Cal</i>	Коэффициент абсолютной ликвидности
		$Cal = \frac{Cash + ST_financial_investments}{CL}$
Ликвидность	<i>ccl</i>	Коэффициент текущей ликвидности $ccl = \frac{CA}{CL}$
	<i>gov_share</i>	Доля государственной собственности
Характеристики структуры собственности ¹	<i>sum3</i>	Коэффициент концентрации собственности, отражающий пакет акций трех крупнейших собственников
	<i>maj_share</i>	Размер самого крупного пакета
	<i>d_gov_share</i>	Фиктивная переменная равна 1, если госпакет (<i>gov_share</i>) более 5%
Рыночная среда (макроэкономика)	<i>g_gdp</i>	Годовой темп роста реального ВВП, в ценах 2011 г.
Отрасль (фиктивные переменные) ¹¹	<i>oil</i>	Нефтегазовая
	<i>tele</i>	Телекоммуникации
	<i>transp</i>	Логистика и транспорт
	<i>electr</i>	Электроэнергетика
Год	<i>t₁, t₂, t₃, t₄</i>	Временные дамми с 2011 по 2014 г.

Примечание. Не все из приведенных переменных будут показаны в финальных результатах, однако тестировались различные спецификации, в том числе с этими переменными.

Источник: составлено авторами.

¹ Если структура собственности менялась в течение года, то брались значения на конец календарного года.

¹¹ Переменные, отражающие отраслевую принадлежность предприятия, не использовались в полном объеме, так как число отраслей, представленных в выборке, довольно велико – 21 после ручного укрупнения. Однако можно предположить, что это не вызвало сильного смещения, поскольку основные отрасли все-таки были учтены при построении регрессий во всех моделях, кроме FE.

Очевидно, что последняя категория представляется наиболее трудноуловимой, поскольку требует проведения качественного анализа новостей и статей в СМИ для выявления косвенной политической связи. Однако при составлении выборки мы попытались учесть и эту категорию, иногда прибегая к веб-поиску, а иногда исходя из здравого смысла и общеизвестных фактов. Например, в составе совета директоров «Роснефти» встречается фамилия Андрея Патрушева, затем дальнейший поиск информации подтверждает нашу догадку о том, что это сын Н.П. Патрушева, российского государственного деятеля, Секретаря Совбеза РФ с 2008 г.¹⁰, что позволяет нам учесть «Роснефть» как ПСФ второго типа, т.е. с косвенной аффилированностью.

Таким образом, в качестве ключевых регрессоров были использованы несколько переменных, отражающих политическую связанность, а именно: фиктивная переменная (*PC*), равная 1, если хотя бы одно лицо в совете директоров соответствует признакам политической аффилированности, описанных выше;

- 1) доля политически связанных лиц в совете директоров (*pc_share*);
- 2) факт наличия в совете директоров федерального чиновника (*FED*);
- 3) факт наличия в совете директоров регионального чиновника (*REG*);
- 4) факт наличия в совете директоров чиновника муниципального уровня (*MUN*);
- 5) дамми *official* для факта наличия бывшего или действующего чиновника в совете директоров (ПС 1-го типа);
- 6) дамми *indirect* для факта наличия косвенной политической связи (ПС 2-го типа).

Контрольные переменные

Предварительный анализ данных

Конечная выборка состоит из 424 наблюдений: 106 компаний за четыре года. Для анализа было выбрано временное окно с 2011 по 2014 г. в силу как смысловых, так и утилитарных причин. Во-первых, начиная с 2011 г. экономика России практически полностью восстановилась после мирового экономического кризиса 2008–2009 гг., а с 2014 г. на результаты деятельности российских компаний начинают оказывать все большее влияние макроэкономические и внешнеполитические факторы: обмен санкциями с Западом, как следствие, ограничение доступа к иностранным рынкам капитала, значительная девальвация рубля, протекционистская политика импортозамещения и т.д. Таким образом, период с 2011 по 2014 г. – это компромисс между увеличением выборки и минимизацией фактора внешней среды (случайной ошибки)

в модели. Во-вторых, поиск архивных данных по составу совета директоров является трудной задачей; по большинству компаний годовые отчеты представлены в открытом доступе начиная с 2010–2011 гг., что естественным образом ограничило временной ряд.

Отраслевая принадлежность компаний выборки в целом повторяет структуру отечественной экономики, но смещена в пользу компаний добывающего сектора в силу предмета исследования. После группировки и укрупнения отраслей в выборке оказались представлены 20 базовых отраслей российской промышленности: автомобилестроение (4 ПАО), бумажное производство (4), двигателестроение (5), добыча и переработка природных ископаемых (6), логистика и транспорт (12), металлургия (9), нефть и газ (10), электроэнергетика (8) и др. Процентное распределение по секторам в выборке вы можете увидеть в табл. 3.

Таблица 3. Отраслевое распределение выборки

Отрасль	Количество наблюдений	Доля, %
Автомобилестроение	16	4
Бумажное производство	16	4
Двигателестроение	20	5
Добыча и переработка полезных ископаемых	24	6
Другое	20	5
Логистика	48	11
Машиностроение	16	4
Металлургия	36	8
Нефть и газ	40	9
Оборонный комплекс	8	2
Пищевая	12	3
Производство стройматериалов	16	4
Ритейл	20	5
Строительство	12	3
Судостроение	16	4
Сельское хозяйство	24	6
Телеком	16	4
Фармацевтика	8	2
Химическая	24	6
Электроэнергетика	32	8
Итого	424	100

Источник: расчеты авторов.

¹⁰ URL: <http://lenta.ru/news/2010/02/17/ivanov/>

Таблица 4. Описательные статистики для ПСФ и НСФ

	НСФ		ПСФ		<i>t-test</i> (<i>p-value</i>)	<i>Kruskal-Wallis</i> (<i>p-value</i>)
	Среднее значение	Медиана	Среднее значение	Медиана		
Размер СД	8,07	7	9,5	9	0	0
Доля ГС	0,07	0	0,28	0,05	0	0
Топ-1	0,65	0,64	0,53	0,5	0	0
Топ-3	0,78	0,9	0,74	0,77	0,058	0,001
ROA	0,26	0,056	0,41	0,06	0,14	0,834
Абсолютная ликвидность	0,39	0,27	1,11	0,14	0,065	0
Текущая ликвидность	3	1,3	2,83	1,4	0,703	0,658
ROE	0,17	0,105	0,063	0,087	0,045	0,368
Лeverидж	1,31	0,62	2,4	0,72	0,014	0,181
Оборачиваемость	0,77	0,61	0,59	0,44	0,023	0,035
<i>Ebit-margin</i>	6,78	0,09	4,09	0,12	0,385	0,279
<i>Cash/assets</i>	0,02	0,01	0,05	0,02	0,001	0
Размер	23,8	23,8	25,07	25,17	0	0
lnS	22,8	23,05	23,92	23,94	0	0
lnCash	18,47	18,7	20,9	21,4	0	0
<i>q</i> -Тобина	1,22	0,82	1	0,74	0,187	0,482
<i>Rd</i>	0,045	0,042	0,037	0,036	0,031	0,035

Источник: расчеты авторов.

Таблица 5. Типы ПС в подвыборке ПСФ

Тип политической связи	Количество наблюдений	Доля от общего числа ПСФ, % ^{III}
Федеральная	103	56,60
Региональная	85	46,70
Муниципальная	14	7,69
1-й тип (чиновник и парламентарий)	144	79,12
2-й тип (косвенно связанное лицо)	85	46,70

Источник: расчеты авторов.

^{III} Сумма превышает 100%, поскольку каждая компания может быть отнесена к нескольким категориям ПС.

Политически связанные фирмы составляют 42,69% нашей выборки. Относительно высокий процент ПСФ может объясняться специфичностью выборки из списка государственной помощи [Niessen, Ruenzi, 2009]. Однако такая доля ПСФ не является максимальной для существующей литературы. Так, в исследовании З. Су [Su et al., 2014] 52% листингуемых китайских фирм оказались политически связанными. Необходимо особо отметить, что для целей нашего исследования важно различать компании с государственным участием и ПСФ: понятие ПСФ в целом шире, чем просто государственная компания, как уже было отмечено во введении. Обследование работы советов директоров крупнейших российских эмитентов, проведенное в 2006 г. Standard & Poor's, выявило специфичность корпоративного управления в компаниях с государственным участием¹¹. В государственных компаниях в среднем доля инсайдеров и аффилированных лиц выше, чем в частном бизнесе. Кроме того, по мнению многих экспертов, в советах компаний с государственной собственностью наблюдается дефицит не только независимого корпоративного контроля, но и квалифицированных кадров, что усугубляет проблему эффективного использования ресурсов такими компаниями [Ружанская, 2010]. Распределение ПСФ по типу собственности в нашей выборке соответствует результатам исследования S&P (см. табл. 1). Среди компаний с государственным участием доля ПСФ значительно выше, чем в частных предприятиях (66 против 29%), при этом компании с государственной собственностью (считался пакет выше 5%) составляют 38% выборки.

Прежде чем проводить анализ описательных статистик, мы протестировали переменные на принадлежность к нормальному распределению. По результатам теста Шапиро – Уилкс удалось выявить, что интересующие нас переменные не принадлежат нормальному распределению, что также подтвердилось при построении гистограмм и квантильных диаграмм. В силу асимметричности распределения при дальнейшем анализе стоит обращать больше внимания не на среднее арифметическое и стандартную ошибку, а на медиану и размах вариации.

Таблица 4 содержит сравнение описательной статистики по подвыборкам ПСФ и НСФ. Для выявления значимости различия в средних использовался стандартный *t-test*, а для тестирования значимости различия в медианах – критерий Краскелла – Уоллиса¹².

В целом ПСФ по сравнению с НСФ крупнее по размеру активов и у ПСФ выше продажи, что совпадает с результатами других исследователей [Niessen, Ruenzi, 2009; Faccio, 2006]. Кроме того, у ПСФ выше

уровень финансового рычага (подтверждается только тестом для средних), при этом стоимость заемного капитала для них значимо ниже, чем для несвязанных аналогов [Su, Fung 2013]; больше размер совета директоров [Agrawal and Knoeber, 2001]; доля наличности в активах выше примерно в 2 раза [Boubakri et al., 2013]¹³. Что касается различий в рентабельностях и маржинальности, гипотеза о различиях отвергается для всех переменных, кроме случая средних для рентабельности собственного капитала. Аналогичные результаты мы получаем при предварительной проверке гипотезы 4 о том, что уровень левериджа выше у политически связанных фирм. Среднее отношение *D/E* у политически не связанных фирм равняется 1,31 против 2,4 у ПСФ, результат значим на 5%.

Если анализировать финансовую архитектуру компаний выборки, концентрация собственности в компаниях с государственным участием (КГУ) очень высокая. 46,81% КГУ имеют долю государственного пакета выше 50%. Однако в подвыборке политически связанных фирм этот показатель значительно ниже: у 70,88% ПСФ доля государственной собственности ниже 50%. Это значит, что миноритарный пакет государства не будет оказывать значительного влияния на результаты деятельности фирмы, т.е. не будет смещать основной предмет нашего исследования с политических связей на тип собственности. Для того чтобы учесть возможные эффекты от типа собственности, мы включаем долю государственной собственности в качестве контрольной переменной в регрессию.

Если рассматривать мажоритарный пакет, то ситуация схожая с концентрацией государственной собственности. Среднее значение доли крупнейшего акционера в структуре собственности равно 59,9%, что является очень высоким показателем концентрации. Сама по себе высокая концентрация собственности оказывает неоднозначное влияние на операционную эффективность. Так, в своей статье О. Лазарева, С. Рачинский и С. Степанов [Lazareva et al., 2009] доказывают, что увеличение доли самого крупного акционера положительно сказывается на эффективности, поскольку позволяет совету директоров больше времени посвящать обсуждению стратегических вопросов. Однако в нашем случае доля независимых директоров по выборке крайне мала, и в советах директоров часто встречаются родственники – представители интересов мажоритариев и другие люди с высоким уровнем переговорной силы. Безусловно, это негативно отражается на качестве органов внутреннего контроля и в целом корпоративного управления [Степанова, Кузьмин, 2011].

¹¹ Портрет Совета директоров российской компании как отражение концентрированной структуры собственности компаний и препятствий на пути развития корпоративного управления. Standard & Poor's. URL: <http://www.standardandpoors.ru/>

¹² Выбор критерия обусловлен асимметричностью распределений переменных.

¹³ Все различия статистически значимы на 1%, кроме *ROE* (на 5%).

Таблица 6. Панель А: базовые регрессии на уровень денежных средств (натуральный логарифм наличных)

Переменные	1	2	3
	$\ln(\text{Cash})$	$\ln(\text{Cash})$	$\ln(\text{Cash})$
ПС	0,0543		
Доля ПСЛ		5,102***	
Доля ПСЛ в квадрате		-5,295***	
Федеральный уровень ПС			0,549*
Региональный уровень ПС			0,238
Муниципальный уровень ПС			-0,392
Размер компании	1,111***	1,052***	1,083***
Финансовый рычаг	0,0164	0,00004	-0,00777
Темп роста выручки	-0,0645	-0,0736	-0,0793
Доля государственной собственности	-0,368	-0,255	0,0245
Коэффициент абсолютной ликвидности	0,650***	0,674***	0,0955***
Доля нематериальных активов	1,955	1,243	
Топ-1 пакет			
Дамми отрасли	+	+	+
Дамми времени (года)	+	+	+
Константа	-8,251***	-7,019***	-7,598***
<i>N</i>	270	270	305
<i>R</i> ²	0,986	0,984	0,986
Количество компаний	96	96	105
Статистика Вальда	1234	1023	1334
<i>pv</i> (тест Вальда)	0,00000	0,00000	0,00000

Примечания: *N* – число наблюдений; ПС – политическая связь (дамми-переменная);

ПСЛ – политически связанное лицо.

*, ** и *** – статистическая значимость на уровне 1, 5 и 10% соответственно.

Источник: расчеты авторов.

В табл. 5 можно увидеть распределение ПСФ по типам политической связи. Эта таблица подтверждает выводы из описательной статистики о том, что наиболее распространенная связь компании с государством – наличие в совете директоров бывшего или действующего чиновника федерального уровня.

Таким образом, по результатам предварительного анализа можно сделать два главных вывода. Во-первых, ПСФ в среднем держат больше наличных средств, имеют более широкий доступ к кредитам по более низкой цене, что отражается на их структуре

капитала. Во-вторых, согласно сравнительной статистике, НСФ показывают более высокие результаты по сравнению с ПСФ с точки зрения *ROE*, оборачиваемости активов и *q*-Тобина. Скорее всего, это связано с отрицательным вкладом ПС в агентскую проблему. Тем не менее, на этапе сравнения средних различия между ПСФ и НСФ незначительны. Т-статистика и статистика Крускала – Уоллиса показывают, что все эти различия, кроме медианного *ROE*, являются статистически значимыми на уровне 1%. Далее приведена проверка статистической значимости гипотез 1–5.

Описание результатов

Для того чтобы протестировать наличие эффектов от политической связанности, мы оценивали регрессии для панельных данных, общий вид которых сводится к формуле

$$Performance_{it} = \alpha + \alpha_i + \gamma PC_{it} + \beta_1 CVar1_{it} + \dots \\ \dots + \beta_k CVarK_{it} + \varepsilon_{it},$$

где *Performance* – одна из зависимых переменных; *PC* – дамми-переменная политических связей или доля ПСЛ в совете директоров; *Var* – контрольные переменные. Прежде чем переходить к результатам, необходимо сделать оговорку, что по причине относительно небольшого количества наблюдений имеет смысл интерпретировать коэффициенты как значимые на уровне 10% [Кузнецов, Муравьев, 2000].

Результаты влияния ПС на уровень наличных и их рыночных эквивалентов

В табл. 6 представлены результаты регрессии натурального логарифма денежных средств на независимые регрессоры, отвечающие за аффилированность и другие характеристики фирмы. Контрольные переменные выбирались в соответствии с существующими исследованиями, в частности, с З. Су и Х. Фунг [Su, Fung, 2013]. В моделях также были учтены временные шоки путем включения фиктивных переменных или темпа роста ВВП как аппроксимации внешних макроэкономических неуловимых эффектов, а также отраслевая принадлежность.

Модели 1–3 демонстрируют результаты множественной регрессии на натуральный логарифм денежных средств: гипотеза 5 о том, что ПСФ держат больше наличных денег, чем НСФ, не подтверждается. Коэффициент бета перед дамми, отвечающий за наличие политической связи (ПС), незначим даже на 10%. Однако, как следует из модели 2, доля политически связанных директоров в совете имеет значение. Так, коэффициенты перед долей ПСЛ (β в модели 2 = 5,1, $pv < 0,01$) получились положительными и статистически значимыми. Кроме того, мы видим значимый отрицательный коэффициент перед нелинейной компонентой (доля ПСЛ в квадрате): β в модели 2 = –5,3, $pv < 0,01$. Это позволяет нам сделать вывод о наличии квадратичной зависимости между долей политически аффилированных директоров и уровнем ликвидности в выборке по российским компаниям из списка государственной помощи. До значения 13,5% ПСЛ в совете директоров уровень наличных средств в компании растет с увеличением доли, а после этой точки (вершина параболы ветвями вниз) – знак меняется на противоположенный (отрицательное влияние).

В то же время из модели 3, уточняющей, от какого именно типа ПС исходит влияние, следует, что значимое воздействие оказывает только один тип политической связи, а именно присутствие чиновника

федерального уровня в СД ($\beta = 0,55$, $pv < 0,1$). Полученные результаты интересны тем, что ранее в литературе не находили квадратичной зависимости между ликвидностью компаний и политическими связями. В литературе предложено несколько обоснований положительного влияния. Во-первых, ПСФ могут держать больше наличности из-за агентской проблемы, т.е. излишний уровень наличных теоретически может свидетельствовать об операционной неэффективности ПСФ. Во-вторых, аффилированные лица могут использовать ПСФ для «вывода» наличных денег из оборота или же в качестве «дойных коров» для реализации политических программ. В-третьих, при пониженных рисках экспроприации со стороны государства вследствие ПС аффилированные фирмы могут себе позволить «не прятать» денежные средства со счетов. Причина изменения знака на отрицательный, по мнению авторов, заключается в том, что с определенной отметки (а именно тогда, когда больше 3/20 совета директоров составляют чиновники) компании начинают чувствовать себя «защищенными» от любых непредвиденных финансовых трудностей, изменений в легальной среде и т.д. В связи с этим у них ниже стимулы держать избыточные денежные средства на счете в качестве «спасательного жилета» на случай финансовых трудностей; скорее всего, эти компании имеют статус стратегически важных предприятий.

Положительный значимый коэффициент перед переменными «энергетические компании» и «нефтегазовые компании» (не отражен в табл. 6) показывает, что компании этих отраслей в среднем демонстрируют еще более сильное превышение количества денежных средств по сравнению с компаниями других секторов (транспорта и пр.). Это может отражать сложную ситуацию в российской электроэнергетике в период масштабных реформ [Баркин и др., 2014], требующую от компаний создания большей «подушки безопасности» в виде избытка наличных средств.

Таким образом, сам по себе факт наличия политически связанного лица (действующего или бывшего чиновника федерального значения) не приводит к тому, что ПСФ держат на счету больше денег, чем НСФ. Однако, скорее всего, причина, по которой мы получаем незначимый коэффициент перед дамми-переменной, заключается в том, что мы находим квадратичную зависимость между степенью связанности компании и уровнем ликвидности. До 14%-й доли ПСЛ эффект положительный, затем – отрицательный.

Результаты влияния ПС на финансовую и рыночную эффективность

В табл. 7–8 приведены результаты регрессий рентабельности активов на различные комбинации переменных ПС и стандартный набор контрольных переменных [Su, Fung, 2013]. Коэффициент при ПС в модели 4 с ROA в качестве зависимой переменной оказался незначимым. Аналогичные результаты мы получили и для регрессий на рентабельность

собственного капитала, рентабельность по *EBIT*, оборачиваемость активов и *q*-Тобина, как прокси для рыночной эффективности и потенциала роста компании (модели 8, 11, 13, 17). Однако мы также решили проверить, нет ли искажения результатов из-за включения различного уровня политических связей в нашу классификацию. Мы получили интересные результаты: для *ROA*, *ROE* и *q*-Тобина мы получили значимые коэффициенты только перед дамми-переменной, отвечающей за наличие чиновника федерального уровня в совете директоров. При этом для балансовой эффективности наличие федерального чиновника снижает рентабельность активов на 9 п.п., а для рентабельности капитала – на 24 п.п. При разбиении эффекта на рентабельность по операционному доходу и оборачиваемость различия в эффекте различных типов ПС не обнаружено (более того, ни одна из спецификаций не подходит для моделирования рентабельности операционного дохода – регрессии 8–10 незначимы в целом). Это может свидетельствовать о комплексном влиянии наличия и силы политической связанности компаний на показатели эффективности без возможности отследить механизм влияния на предложенные составляющие. Для рыночной эффективности и перспектив роста компании наличие чиновника федерального уровня имеет большое значение: наблюдается повышение *q*-Тобина на 29 п.п. относительно политически не связанных компаний или компаний с чиновниками регионального уровня власти (стоит отметить, что из рассматриваемых компаний лишь половина предоставляют данные о *q*-Тобина; таким образом, у торгуемых компаний, которые предоставляют данные по *q*-Тобина, этот показатель выше, чем у политически связанных компаний федерального уровня). При этом наличие чиновника федерального уровня в СД этих компаний на балансовую эффективность влияния не оказывает (модели 20 и 21). Итак, гипотеза 3 подтверждается по компаниям из нашей выборки: коэффициенты при *FED* (чиновник федерального значения) в основных моделях для рыночной и балансовой эффективности значимые, в отличие от *REG* (региональный уровень) и *MUN* (муниципальный уровень)¹⁴. Таким образом, реальную политическую власть имеют бывшие или нынешние чиновники высшего уровня, тогда как для других категорий влияние на эффективность неоднозначно или его невозможно подтвердить на нашей выборке.

Если рассматривать влияние доли ПСЛ, то мы видим, что гипотеза о линейном влиянии на эффективность не подтверждается, но мы нашли признаки нелинейной зависимости в моделях 7 и 17. Так, из модели 7 следует, что до достижения точки в 27% связанных лиц в совете директоров балансовая эффективность компаний растет, а затем падает. При этом, как уже упоминалось выше, модели 8–13 рассматривают

более детально драйверы положительного влияния ПСЛ на рентабельность активов. Если с увеличением доли ПСЛ рентабельность *EBIT* не изменяется, то оборачиваемость активов снижается на 35 п.п. Таким образом, полученные результаты позволяют нам подтвердить гипотезу 2 о наличии нелинейной связи регрессора с объясняющей переменной – возрастание, а затем убывание по мере увеличения степени политической связанности компании.

Результаты моделей 17–19 для *q*-Тобина как прокси рыночной эффективности не подтверждают наличие взаимосвязи с политическими связями, и хотя обнаружено значимое положительное влияние федерального типа ПС (из этого можно сделать вывод, что, вероятно, включение региональных и муниципальных чиновников снижает эффективность наших оценок), к результатам для *q*-Тобина следует относиться критически и не стоит сравнивать с результатами для балансовых показателей. Искажения могли возникнуть по следующим причинам: во-первых, из-за маленькой выборки в силу того, что не по всем компаниям удалось найти данные по цене и количеству акций для расчета рыночной капитализации, из чего следует, что выборка значительно сужена по сравнению с остальными моделями. Во-вторых, безусловно, российский фондовый рынок страдает от недостатка ликвидности, поэтому в любых исследованиях, опирающихся на рыночные данные, возникают вопросы к правомерности их использования.

¹⁴ Исключен из регрессий из-за маленького количества наблюдений.

Таблица 7. Панель Б: основные регрессии на ROA (и разбиение эффекта на EBIT-margin и оборачиваемость активов)

Переменные	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	ROA	ROA	ROA	ROA	EBIT margin	EBIT margin	EBIT margin	Assets Turnover	Assets Turnover
ПС	0,088				-3,442			-0,0274	
Доля ПСЛ		0,03	0,653*			-4,041			
Доля ПСЛ в квадрате			-0,842*						-0,346**
Федеральный уровень ПС				-0,0884*			-3,85		
Региональный уровень ПС				0,0823			1,447		
Размер компании	-0,0883***	-0,0844***	-0,0882***	-0,0757***	0,286	-0,145	0,0886	-0,178***	
Финансовый рычаг	-0,00263	-0,00186	-0,00182	-0,000356	-0,213	-0,230*	-0,218*	0,00716	-0,178***
Темп роста выручки	-0,0118*	-0,0118*	-0,00434	-0,0105	-1,444	-1,392	-1,467	-0,0248	0,00721
Доля госсобственности	0,0414	0,0827	0,0761	0,076	-10,7	-11,3	-13,11	0,194	-0,0215
Коэффициент абсолютной ликвидности	-0,00507*	-0,00548*	-0,00394	-0,00579**	-0,0477	-0,06	-0,0514	-0,0276***	0,288*
Топ-1 пакет	0,0508	-0,00001	0,0478	0,023	18,62	19,21	19,96	0,115	-0,0269***
Дамми отрасли	+	+	+	+	+	+	+	+	0,0868
Дамми времени (года)	+	+	+	+	+	+	+	+	+
Константа	2,485***	2,442***	2,486***	2,215***	-4,913	4,161	-1,483	4,907***	+
N	299	299	299	299	299	299	299	299	4,934***
R ²	0,2	0,197	0,202	0,206	0,072	0,07	0,073	0,508	299
Количество компаний	103	103	103	103	103	103	103	103	0,496
Статистика Вальда	61,84	60,59	59,17	62,54	9,149	17,42	10,77	194,2	103
pv (тест Вальда)	0,00000	0,00000	0,00000	0,00000	0,69015	0,13447	0,63008	0,00000	0,00000

Примечания: N – число наблюдений; ПС – политическая связь (дамми-переменная); ПСЛ – политически связанное лицо.

*, ** и *** – статистическая значимость на уровне 1, 5 и 10% соответственно.

Источник: расчеты авторов.

Таблица 8. Панель В: основные спецификации регрессий на ROE и q -Тобина

Переменные	13	14	15	16	17	18	19	20	21
	ROE	ROE	ROE	ROE	q -Тобина	q -Тобина	q -Тобина	ROA (если есть q -Тобина)	ROE (если есть q -Тобина)
ПС	0,00942				0,0585				
Доля ПСЛ		0,220	-0,889*			0,278			
Доля ПСЛ в квадрате			1,391*						
Федеральный уровень ПС				-0,244***			0,289***	-0,113	-0,133
Региональный уровень ПС				0,0524			-0,112	0,0376	0,148
Размер компании	-0,00428	-0,00549	0,00326	0,00371	-0,0968*	-0,205***	-0,216***	-0,142***	-0,0324
Финансовый рычаг	-0,0565***	-0,0564***	-0,0537***	-0,0524***	0,00386	-0,00654	-0,0106**	0,0162	-0,0538***
Темп роста выручки	-0,000796	-0,00339	0,0146	-0,00011	0,0386	0,0355	0,0411	0,0008	-0,0057
Доля государственной собственности	0,240**	0,154*	0,149	0,277**	-0,371**	-0,715***	-0,586***	0,319*	0,181
Коэффициент абсолютной ликвидности	-0,00837*	-0,00781*	-0,00301	-0,00859***	0,0556***	0,0511***	0,0534***	-0,00647*	-0,00279
Топ-1 пакет	0,146	0,162*	0,121	0,091	-0,0323	0,178	0,138	-0,119	-0,182
Дамми отрасли	+	+	+	+	+	+	+		
Дамми времени (года)	+	+	+	+	+	+	+		
Константа	0,272	0,287	0,12	0,141	3,499**	6,131***	6,357***	3,928***	1,126
N	299	299	299	299	168	168	168	168	168
R^2	0,363	0,367	0,381	0,37	0,605	0,613	0,615	0,286	0,341
Количество компаний	103	103	103	103	58	58	58	58	58
Статистика Вальда	67,65	69,23	79,35	62,42	85,49	94,28	125	30,10	39,96
pv (тест Вальда)	0,00000	0,00000	0,00000	0,00000	0,00000	0,00000	0,00000	0,0045	0,0001

N – число наблюдений; ПС – политическая связь (дамми-переменная); ПСЛ – политически связанное лицо.

*, ** и *** – статистическая значимость на уровне 1, 5 и 10% соответственно.

Источник: расчеты авторов.

Результаты влияния ПС на уровень долга и его стоимость

Таблица 9. Панель Г: основные регрессии на коэффициент долгосрочных заемных средств и коэффициент процентных расходов

Переменные	22	23	24	25	26	27
	<i>LTD</i>	<i>LTD</i>	<i>LTD</i>	<i>Rd</i>	<i>Rd</i>	<i>Rd</i>
ПС	-0,00804			-0,00246		
Доля ПСЛ		0,0134			-0,000953	
Доля ПСЛ в квадрате						
Федеральный уровень ПС			-0,006			-0,000741
Региональный уровень ПС			0,0244			0,000674
Размер компании	-0,0379***	-0,0391***	-0,0378***	-0,002	-0,0021	-0,00151
Финансовый рычаг				0,00001	0,00001	-0,00002
Доля государственной собственности	-0,00125	-0,0127	-0,0148	-0,0144**	-0,0158**	-0,0188**
Коэффициент абсолютной ликвидности	0,00245	0,00272	0,00231	-0,000473	-0,000461	-0,000946***
Топ-1 пакет	-0,0147	-0,0108	-0,0114	0,0136	0,0151	0,0152
Дамми отрасли	+	+	+	+	+	+
Дамми времени (года)	+	+	+	+	+	+
Константа	1,296***	1,318***	1,289***	0,0853*	0,087	0,0728
<i>N</i>	347	347	347	400	400	400
<i>R</i> ²	0,501	0,501	0,514	0,42	0,421	0,419
Количество компаний	96	96	96	103	103	103
Статистика Вальда	78,19	80,75	87	37,59	36,66	88,99
<i>p</i> <i>v</i> (тест Вальда)	0	0	0	0,00018	0,00025	0

Примечания: *N* – число наблюдений; ПС – политическая связь (дамми-переменная); ПСЛ – политически связанное лицо. *, ** и *** – статистическая значимость на уровне 1, 5 и 10% соответственно.

Источник: расчеты авторов.

В табл. 9 представлены результаты регрессии на две зависимые переменные: коэффициент долгосрочных заемных средств (долгосрочный долг / общий капитал) и на прокси для стоимости кредитов (процентные расходы / сумма обязательств). В регрессию включены независимые переменные, отражающие наличие ПС, а также определенные контрольные переменные [Su, Fung, 2013].

Вопреки ожиданиям, в моделях 22–24 для доли *LTD* в совокупном капитале фирмы все переменные ПС незначимы, и в моделях 25–27 (табл. 9) мы не находим подтверждения наличию какой-либо взаимосвязи между показателями структуры капитала в компании,

стоимостью заемного финансирования и политическими связями. Результат устойчив в различных спецификациях¹⁵. Это не позволяет нам подтвердить гипотезу 4, поскольку во всех спецификациях коэффициенты перед интересующими нас переменными оказались незначимы. Таким образом, результат расходится с господствующей точкой зрения, по которой ПС влияют на уровень долга компаний [Fan et. al., 2007]. Совокупные результаты моделей 25–27 не позволяют нам принять гипотезу 4 о том, что ПС сокращают расходы на долговое финансирование через снижение рисков или дают им более широкий доступ к долгосрочным банковским кредитам.

¹⁵ Авторы также пробовали использовать финансовый рычаг вместо коэффициента *LTD*, незначимость сохраняется.

Таблица 10. Итоговая таблица

№	Тестирование гипотезы	Комментарий
H1	отвергается	Не обнаружено значимого влияния ПС на эффективность
H2	не отвергается	Квадратичная зависимость эффективности от доли ПСЛ
H3	не отвергается	Влияние во многом осуществляется только за счет ПС федерального уровня
H4	отвергается	Положительное влияние ПС на объем заимствований и отрицательное на стоимость долга не подтверждено
H5	отвергается	ПСФ держат больше денежных средств, чем НСФ, но только до уровня ПСЛ в совете директоров менее 14%, далее – обратная зависимость

Источник: составлено авторами.

Однако не стоит забывать, что полученные результаты могут быть связаны со смещенностью выборки (есть вероятность, что сам факт вхождения в список государственной помощи является сигналом для включения в число ПСФ) или относительно небольшим количеством наблюдений. Для части, посвященной исследованию влияния на стоимость долга, существенной проблемой является недостаток контрольных переменных, специфичных для этой зависимой переменной (например, облигационные свойства: дюрация, наличие бумаги в ломбардном списке, частота купонных выплат и т.д.), однако их сбор является очень трудоемким для компаний России и может являться предметом нового отдельного исследования.

Другой важной проблемой всех исследований в данной области является проблема эндогенности. Решение чиновника или политика прийти в управляющий орган фирмы может возникнуть в результате определенных экономических мотивов [Claessens et al., 2008]. В частности, чиновники могут назначаться в исходно неэффективные компании в качестве «кризисного управляющего» для преодоления неэффективности или смягчения ее последствий. Или же государственные управленцы могут появляться в более эффективных компаниях, поскольку там больше возможностей для извлечения политической ренты. Следовательно, теоретически мотивация для образования ПС между компанией и государством может быть задана эндогенно, что может приводить к несостоятельности оценок. С другой стороны, нам представляется, что в России ПС образуются чаще не по экономическим причинам, а по политическим экзогенным соображениям (например, в стратегически важных отраслях, градообразующих предприятиях и т.д.). В связи с этим возникает необходимость дополнительного исследования проблемы эндогенности ПС.

Выводы

Работа посвящена изучению проблемы влияния политических связей на деятельность стратегически важных нефинансовых предприятий в России за период 2011–2014 гг. Ее научная новизна заключается, во-первых, в том, что рассмотренные выше гипотезы еще ни разу не были протестированы для России, а собранные вручную данные по структуре собственности и политической аффилированности носят уникальный характер. Во-вторых, среди множества работ по развитым и развивающимся странам в выборку традиционно включались частные компании, тогда как мы уделяем пристальное внимание компаниям с государственным участием, и доля государственной собственности включается в список контрольных переменных. В-третьих, исследование построено на анализе пространственно-временных данных, что дает определенные преимущества с эконометрической точки зрения: панельные данные смягчают проблему «пропущенных переменных». И, наконец, в-четвертых, мы углубляем объект исследования, добавляя в модель различные типы ПС. Это является значимым улучшением, поскольку включение в ПСФ фирм с чиновниками низкого ранга и со слабым политическим весом может приводить к увеличению «шума» в модели.

В работе эмпирически подтверждается существование нелинейной зависимости между уровнем политической ангажированности совета директоров компании и балансовой эффективностью компаний. При этом положительное влияние политических связей меняется на отрицательное при достижении отметки в 27% аффилированности совета директоров, что косвенно свидетельствует в пользу теории агентских издержек. Кроме того, мы находим квадратичную зависимость между долей политически связанных

директоров и количеством денежных средств на счетах компаний. Однако следует оговориться, что основное влияние оказывают ПС не ниже федерального уровня. Гипотезы о положительном влиянии политических связей на уровень долга и отрицательном – на стоимость заемного финансирования не были подтверждены.

Из данной работы можно сделать общее заключение, что в России, несмотря на коррумпированность среды и слабое развитие общественных институтов, политические связи не являются ключевым фактором для устранения внешней неопределенности в лице государства, вопреки исследованиям М. Фассио [Fassio, 2006, 2009], и мы не находим подтверждения теории ресурсной зависимости для нашей выборки. Увеличение доли ПСЛ оказывает значимое положительное влияние на эффективность только до точки 27%, далее влияние отрицательное, как для рентабельности активов, так и для рентабельности собственного капитала. Таким образом, когда политически связанные лица набирают «критическую массу» в совете директоров, скорее всего, начинает действовать агентский конфликт, возможно, что имеет место рентоориентированное поведение, направленное на извлечение личной или общественной пользы. При этом мы обнаружили, что для ПСФ характерно большее количество денежных средств на счетах, но также только до определенного уровня «связанности» в 14% ПСЛ от совета директоров, далее наблюдается снижение уровня наличности в связи с большим уровнем «защищенности» и меньшими рисками у ПСФ. Мы также находим подтверждение, что воздействие исходит как для эффективности, так и для ликвидности, преимущественно от ПС федерального уровня, поскольку при тестировании гипотез по отдельности для разных типов ПС значимым оказывается только коэффициент перед дамми *FED* (наличие связи с чиновником федерального уровня).

Среди дальнейших путей углубления анализа мы выделяем увеличение выборки и переход к *peer-matching*, чтобы полученные выводы могли быть экстраполированы на всю генеральную совокупность российских нефинансовых публичных компаний. Кроме того, существует точка зрения, согласно которой измерение «добавочной стоимости» политических связей некорректно производить с помощью традиционных показателей рентабельности [Fishman, 2001] по причине того, что в равновесии ПСФ может не зарабатывать сверхприбыли из-за ресурсов, растрачиваемых на рентоориентированное поведение. В связи с этим возможно дальнейшее перемещение фокуса с анализа балансовых показателей на рыночные при контроле влияния неэффективности фондового рынка на результаты. Среди возможных способов упрощения методологии сбора данных по ПС мы видим возможность включать в ПСФ только компании с федеральным уровнем политической аффилированности, не ниже, поскольку включение

переменной *FED* давало в большинстве случаев более значимые результаты, чем включение общей дамми-переменной для наличия ПС. И, наконец, один из самых важных аспектов дальнейшего изучения – поиск решения проблемы эндогенности и смещения самоотбора ПСФ с помощью метода инструментальных переменных.

Список литературы

- Баркин О.Г., Волкова И.О., Кожуховский И.С. Электроэнергетика России: проблемы выбора модели развития: аналит. докл. к XV Апр. междунар. науч. конф. по проблемам развития экономики и общества, Москва, 1–4 апр. 2014 г.; Нац. исслед. ун-т «Высшая школа экономики». М., 2014. Т. 1(4).
- Кузнецов П., Муравьев А. Структура акционерного капитала и результаты деятельности фирм в России // Экономический журнал ВШЭ. 2000. № 4. С. 475–504.
- Ратникова Т. Анализ панельных данных в программе STATA. Методические указания к компьютерному практикуму по курсу «Эконометрический анализ панельных данных». М.: НИУ ВШЭ, 2005.
- Ружанская Л.С. Государство и изменение стратегических аспектов корпоративного управления в российских компаниях // Вестник Новосибирского государственного университета. Сер. «Социально-экономические науки». 2010. Т. 10. № 1. С. 3–16.
- Степанова А.Н., Кузьмин С.А. Корпоративное управление и операционная эффективность российских компаний // Корпоративные финансы. 2012. Т. 20. № 4. С. 24–39.
- Туткевич В., Филатов А., Черкаев Д. Советы директоров предприятий с SOE в России // Управление компанией. 2005. № 7–9.
- Шпренгер К. Государственная собственность в российской экономике. Ч. 1: Масштаб и распределение по секторам // Вопросы экономической политики. 2010а. № 6. С. 1–15.
- Шпренгер К. Государственная собственность в российской экономике. Ч. 2: Проблемы управления и влияние на эффективность // Вопросы экономической политики. 2010б. № 7. С. 90–110.
- Agrawal A., Knoeber C.R. Do some outside directors play a political role? // Journal of Law and Economics. 2001. Vol. 44, no. 1. P. 179–198. doi:10.1086/320271
- Bertrand M., Kramarz F., Schoar A., Thesmar D. Politicians, Firms and the Political Business Cycle: Evidence from France // Journal of Finance. 2007.
- Borisova G., Fotak V., Holland K., Megginson W.L. Government ownership and the cost of debt: Evidence from government investments in publicly traded firms // Journal of Financial Economics. 2015. Vol. 118, no. 1. P. 168–191. doi:10.1016/j.jfineco.2015.06.011

- Borisova G., Megginson, W.L. Does Government Ownership Affect the Cost of Debt? Evidence from Privatization, 2010 (SSRN Scholarly Paper No. ID 996328).
- Boubakri N., Cosset J.-C., Saffar W. The Impact of Political Connections on Firms' Operating Performance and Financing Decisions // *Journal of Financial Research*. 2012. Vol. 35, no. 3. P. 397–423. doi:10.1111/j.1475-6803.2012.01322.x
- Boubakri N., Ghoul S.E., Saffar W. Cash holdings of politically connected firms // *Journal of Multinational Financial Management*. 2013. Vol. 23, no. 4. P. 338–355. doi:10.1016/j.mulfin.2013.06.002
- Bunkanwanicha P., Wiwattanakantang Y. Big Business Owners in Politics // *Review of Financial Studies*. 2009. Vol. 22, no. 6. P. 2133–2168. doi:10.1093/rfs/hhn083
- Claessens S., Feijen E., Laeven L. Political connections and preferential access to finance: The role of campaign contributions // *Journal of Financial Economics*. 2008. Vol. 88, no. 3. P. 554–580. doi:10.1016/j.jfineco.2006.11.003
- Do Q.-A., Lee Y.-T., Nguyen B.D. Political Connections and Firm Value: Evidence from the Regression Discontinuity Design of Close Gubernatorial Elections // *CEPR Discussion Paper*. 2015. No. 10526.
- Domadenik P., Prašnikar J., Svejnar J. Political Connectedness, Corporate Governance, and Firm Performance // *Journal of Business Ethics*. 2016. Vol. 139, no. 411. doi:10.1007/s10551-015-2675-4
- Faccio M. Differences between Politically Connected and Non-Connected Firms: A Cross Country Analysis // *SSRN Scholarly Paper*. 2009. No. ID 918244.
- Faccio M. Politically Connected Firms // *American Economic Review*. 2006. Vol. 96, no. 1. P. 369–386. doi:10.1257/000282806776157704
- Faccio M., Masulis R.W., McConnell J.J. Political Connections and Corporate Bailouts // *The Journal of Finance*. 2006. Vol. 61, no. 6. P. 2597–2635. doi:10.1111/j.1540-6261.2006.01000.x
- Fan J., Wong T., Zhang T. Politically connected CEOs, corporate governance, and Post-IPO performance of China's newly partially privatized firms // *Journal of Financial Economics*. 2007. Vol. 84, no. 2. P. 330–357. doi:10.1016/j.jfineco.2006.03.008
- Fishman R. Estimating the Value of Political Connections // *American Economic Review*. 2001. Vol. 91, no. 4. P. 1095–1102.
- Goldman E., Rocholl J., So J. Politically Connected Boards of Directors and The Allocation of Procurement Contracts // *Review of Finance*. 2013. Vol. 17, no. 5. P. 1617–1648. doi:10.1093/rof/rfs039
- Goldman E., So J., Rocholl J. Do Politically Connected Boards Affect Firm Value? // *SSRN Scholarly Paper*. 2009. No. ID 891426.
- Iannotta G., Nocera G., Sironi A. The impact of government ownership on bank risk // *Journal of Financial Intermediation*. 2013. Vol. 22, no. 2. P. 152–176. doi:10.1016/j.jfi.2012.11.002
- Jensen M., Meckling W. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure // *Journal of financial economics*. 1976, no. 3(4). P. 305–360.
- Khawaja A.I., Mian A. Do Lenders Favor Politically Connected Firms? Rent Provision in an Emerging Financial Market // *The Quarterly Journal of Economics*. 2005. Vol. 120, no. 4. P. 1371–1411. doi:10.1162/003355305775097524
- Kostovetsky L. Political capital and moral hazard // *Journal of Financial Economics*. 2015. Vol. 116, no. 1. P. 144–159. doi:10.1016/j.jfineco.2014.12.003
- Lassoued N., Attia M.B.R. Benefits and costs of political connections: evidence from Tunisia // *International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation*. 2014. Vol. 10, no. 3. P. 299–312. doi:10.1504/IJAAPE.2014.064235
- Lazareva, O., Rachinsky, A., & Stepanov, S. A survey of corporate governance in Russia. In: *Corporate Governance in Transition Economies*. Boston, MA: Springer, 2008. P. 315–349..
- Li H., Zhang Y. The Role of Managers' Political Networking and Functional Experience in New Venture Performance: Evidence from China's Transition Economy // *Strategic Management Journal*. 2007. Vol. 28, no. 2. P. 791–804.
- Lin C.-Y., Ho P.-H., Shen C.-H., Wang Y.-C. Political connection, government policy, and investor trading: Evidence from an emerging market // *International Review of Economics & Finance*. 2016. Vol. 42. P. 153–166. doi:10.1016/j.iref.2015.09.008
- Menzio A., Gutierrez Urriaga M., Vannoni D. Board composition, political connections, and performance in state-owned enterprises // *Industrial and Corporate Change*. 2012. Vol. 21, no. 3. P. 671–698. doi:10.1093/icc/dtr055
- Muttakin M.B., Monem R.M., Khan A., Subramaniam N. Family firms, firm performance and political connections: Evidence from Bangladesh // *Journal of Contemporary Accounting & Economics*. 2015. Vol. 11, no. 3. P. 215–230. doi:10.1016/j.jcae.2015.09.001
- Niessen A., Ruenzi S. Political Connectedness and Firm Performance: Evidence from Germany // *German Economic Review*. 2009. Vol. 11, no. 4. P. 441–464. doi:10.1111/j.1468-0475.2009.00482.x

- Pfeffer J. Size and composition of corporate boards of directors: the organization and its environment // *Administrative Science Quarterly*. 1972. Vol. 17. P. 218–228.
- Pfeffer J., Salancik G.R. *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective*. New York: Harper & Row, 1978.
- Pinkowitz L., Stulz R., Williamson R. Does the contribution of corporate cash holdings and dividends to firm value depend on governance? A cross-country analysis // *The Journal of Finance*. 2006. Vol. 61, no. 6. P. 2725–2751.
- Saeed A., Belghitar Y., & Clark E. Do Political Connections Affect Firm Performance? Evidence from a Developing Country // *Emerging Markets Finance and Trade*. 2016. Vol. 52(8). P. 1876–1891.
- Sánchez-Ballesta J.P., García-Meca E. Ownership Structure and the Cost of Debt // *European Accounting Review*. 2011. Vol. 20, no. 2. P. 389–416. doi:10.1080/09638180903487834
- Su Z., Fung H.-G. Political Connections and Firm Performance in Chinese Companies: Political connections and performance of Chinese firms // *Pacific Economic Review*. 2013. Vol. 18, no. 3. P. 283–317. doi:10.1111/1468-0106.12025
- Su Z., Fung H.-G., Huang D., Shen C.-H. Cash dividends, expropriation, and political connections: Evidence from China // *International Review of Economics & Finance*. 2014. Vol. 29. P. 260–272. doi:10.1016/j.iref.2013.05.017
- Szakonyi D. Elected Public Office and Private Benefit: Firm-Level Returns from Businesspeople Becoming Politicians in Russia. Mimeo. Retrieved on 16 October, 2015.
- Uddin M.H. Effect of government share ownership on corporate risk taking: Case of the United Arab Emirates // *Research in International Business and Finance*. 2016. Vol. 36. P. 322–339. doi:10.1016/j.ribaf.2015.09.033
- Wu W., Wu C., Rui O. Ownership and the Value of Political Connections: Evidence from China // *European Financial Management*. 2012. Vol. 18. P. 695–729.
- You J., Du G. Are Political Connections a Blessing or a Curse? Evidence from CEO Turnover in China: POLITICAL CONNECTION AND CORPORATE GOVERNANCE // *Corporate Governance: An International Review*. 2012. Vol. 20, no. 2. P. 179–194. doi:10.1111/j.1467-8683.2011.00902.x

The Influence of Political Connections and Government Ownership on Firm Performance: Evidence from Russia

Gladysheva, Anna A.

Lecture, Postgraduate Student,
Faculty of Economic Sciences / Department of Applied Economics,
National Research University Higher School of Economics
20, Myasnitskaya st., Moscow, Russia
E-mail: gladysheva.ann@gmail.ru

Kishilova, Yulia O.

Analyst,
Faculty of Economic Sciences, Laboratory of the Financial Market's Analysis,
National Research University Higher School of Economics
20, Myasnitskaya st., Moscow, Russia
E-mail: sh-j@mail.ru

Abstract

Political connections (PC) and their influence on firm performance is one of the most relevant topics of corporate governance for emerging markets, Russia is not an exception. The composition of the Board of Directors has an impact on the whole range of key corporate decisions, both investing and financing. The presence of an official can either exacerbate agency problems, leading to decreasing efficiency, or, conversely, result in an improvement of performance due to a variety of preferences and benefits from political power. The direction of influence is widely discussed in academic and social groups; however, the lack of relevant researches for Russia exists.

Based on corporate panel data for the period 2011–2014, we investigated the influence of PC on non-financial Russian listed enterprises. A sample of 106 companies was divided into two sub-samples: politically connected firms (PCF) and politically non-connected (NCF). This article is devoted to the exploration of two fundamental issues: 1) an influence of a politically connected person on the board of directors on the debt level, its cost and key firm performance indicators, 2) the role of the outside PC-directors in corporate governance. ROA, EBIT-margin, assets turnover, ROE and q-Tobin are used as performance measures.

With the means of panel data analysis we detected a nonlinear dependence between the degree of political interdependence and the company's balance-sheet efficiency: a positive impact is achieved only below 27% of the board's affiliation. It indirectly gives evidence for the agency theory. In addition, we found a quadratic relationship between the share of PC-directors and the amount of cash in the accounts. However, the main effect comes from the political connections of the federal level. The positive impact of PC on debt level and the negative – on the cost of debt was not confirmed.

Keywords: political connections, firm performance, corporate governance, profitability, cost of debt, leverage

JEL: G30, G32, G38

References

- Agrawal, A., Knoeber, C.R. (2001) Do some outside directors play a political role? *Journal of Law and Economics*, vol. 44, no. 1, pp. 179–198. doi:10.1086/320271
- Barkin, O. G., Volkova, I. O., Kozhuhovskij, I. S. (2014) Ehlektroenergetika Rossii: problemy vybora modeli razvitiya: analit. dokl. k XV Apr. mezhdunar. nauch. konf. po problemam razvitiya ehkonomiki i obshchestva, Moskva, 1–4 apr. 2014 g.; Nac. issled. un-t “Vysshaya shkola ehkonomiki”. M., vol. 1(4).
- Bertrand, M., Kramarz, F., Schoar, A., Thesmar, D. (2007) Politicians, Firms and the Political Business Cycle: Evidence from France. *Journal of Finance*.
- Borisova, G., Fotak, V., Holland, K., Megginson, W.L. (2015) Government ownership and the cost of debt: Evidence from government investments in publicly traded firms. *Journal of Financial Economics*, vol. 118, no. 1, pp. 168–191. doi:10.1016/j.jfineco.2015.06.011
- Borisova, G., Megginson, W.L. (2010) Does Government Ownership Affect the Cost of Debt? Evidence from Privatization (SSRN Scholarly Paper No. ID 996328).
- Boubakri, N., Cosset, J.-C., Saffar, W. (2012) The Impact of Political Connections on Firms’ Operating Performance and Financing Decisions. *Journal of Financial Research*, vol. 35, no. 3, pp. 397–423. doi:10.1111/j.1475-6803.2012.01322.x
- Boubakri, N., Ghoul, S.E., Saffar, W. (2013) Cash holdings of politically connected firms. *Journal of Multinational Financial Management*, vol. 23, no. 4, pp. 338–355. doi:10.1016/j.mulfin.2013.06.002
- Bunkanwanicha, P., Wiwattanakantang, Y. (2009) Big Business Owners in Politics. *Review of Financial Studies*, vol. 22, no. 6, pp. 2133–2168. doi:10.1093/rfs/hhn083
- Claessens, S., Feijen, E., Laeven, L. (2008) Political connections and preferential access to finance: The role of campaign contributions. *Journal of Financial Economics*, vol. 88, no. 3, pp. 554–580. doi:10.1016/j.jfineco.2006.11.003
- Do, Q.-A., Lee, Y.-T., Nguyen, B.D. (2015) Political Connections and Firm Value: Evidence from the Regression Discontinuity Design of Close Gubernatorial Elections. (CEPR Discussion Paper No. 10526).
- Domadenik, P., Prašnikar, J., Svejnar, J. (2016) Political Connectedness, Corporate Governance, and Firm Performance. *Journal of Business Ethics*, vol. 139, no. 411. doi:10.1007/s10551-015-2675-4
- Faccio, M. (2009) Differences between Politically Connected and Non-Connected Firms: A Cross Country Analysis. (SSRN Scholarly Paper No. ID 918244).
- Faccio, M. (2006) Politically Connected Firms. *American Economic Review*, vol. 96, no. 1, pp. 369–386. doi:10.1257/000282806776157704
- Faccio, M., Masulis, R.W., McConnell, J.J. (2006) Political Connections and Corporate Bailouts. *The Journal of Finance*, vol. 61, no. 6, pp. 2597–2635. doi:10.1111/j.1540-6261.2006.01000.x
- Fan, J., Wong, T., Zhang, T. (2007) Politically connected CEOs, corporate governance, and Post-IPO performance of China’s newly partially privatized firms. *Journal of Financial Economics*, vol. 84, no. 2, pp. 330–357. doi:10.1016/j.jfineco.2006.03.008
- Fishman, R. (2001) Estimating the Value of Political Connections. *American Economic Review*, vol. 91, no. 4, pp. 1095–1102.
- Goldman, E., Rocholl, J., So, J. (2013) Politically Connected Boards of Directors and The Allocation of Procurement Contracts. *Review of Finance*, vol. 17, no. 5, pp. 1617–1648. doi:10.1093/rof/rfs039
- Goldman, E., So, J., Rocholl, J. (2009) Do Politically Connected Boards Affect Firm Value? (SSRN Scholarly Paper No. ID 891426).
- Iannotta, G., Nocera, G., Sironi, A. (2013) The impact of government ownership on bank risk. *Journal of Financial Intermediation*, vol. 22, no. 2, pp. 152–176. doi:10.1016/j.jfi.2012.11.002
- Jensen, M., Meckling, W. (1976) Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, no. 3(4), pp. 305–360.
- Khawaja, A.I., Mian, A. (2005) Do Lenders Favor Politically Connected Firms? Rent Provision in an Emerging Financial Market. *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 120, no. 4, pp. 1371–1411. doi:10.1162/003355305775097524
- Kostovetsky, L. (2015) Political capital and moral hazard. *Journal of Financial Economics*, vol. 116, no. 1, pp. 144–159. doi:10.1016/j.jfineco.2014.12.003
- Kuznecov, P., Murav’ev, A. (2000) Struktura akcionernogo kapitala i rezul’taty dejatel’nosti firm v Rossii. *Jekonomicheskij zhurnal VShJe*, no. 4, pp. 475–504.
- Lassoued, N., Attia, M.B.R., (2014) Benefits and costs of political connections: evidence from Tunisia. *International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation*, vol. 10, no. 3, pp. 299–312. doi:10.1504/IJAAPE.2014.064235
- Lazareva, O., Rachinsky, A., Stepanov, S. (2008) A survey of corporate governance in Russia. In: *Corporate Governance in Transition Economies*. Springer, Boston, MA: Springer, pp. 315–349..

- Li, H., Zhang, Y. (2007) The Role of Managers' Political Networking and Functional Experience in New Venture Performance: Evidence from China's Transition Economy. *Strategic Management Journal*, vol. 28, no. 2, pp. 791–804.
- Lin, C.-Y., Ho, P.-H., Shen, C.-H., Wang, Y.-C. (2016) Political connection, government policy, and investor trading: Evidence from an emerging market. *International Review of Economics & Finance*, vol. 42, pp. 153–166. doi:10.1016/j.iref.2015.09.008
- Menzio, A., Gutierrez Urteaga, M., Vannoni, D. (2012) Board composition, political connections, and performance in state-owned enterprises. *Industrial and Corporate Change*, vol. 21, no. 3, pp. 671–698. doi:10.1093/icc/dtr055
- Muttakin, M.B., Monem, R.M., Khan, A., Subramaniam, N. (2015) Family firms, firm performance and political connections: Evidence from Bangladesh. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, vol. 11, no. 3, pp. 215–230. doi:10.1016/j.jcae.2015.09.001
- Niessen, A., Ruenzi, S. (2009) Political Connectedness and Firm Performance: Evidence from Germany. *German Economic Review*, vol. 11, no. 4, pp. 441–464. doi:10.1111/j.1468-0475.2009.00482.x
- Pfeffer, J. (1972) Size and composition of corporate boards of directors: the organization and its environment. *Administrative Science Quarterly*, vol. 17, pp. 218–228.
- Pfeffer, J., Salancik, G.R. (1978) *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective*. New York: Harper & Row.
- Pinkowitz, L., Stulz, R., Williamson, R. (2006) Does the contribution of corporate cash holdings and dividends to firm value depend on governance? A cross-country analysis. *The Journal of Finance*, vol. 61, no. 6, pp. 2725–2751.
- Ratnikova, T. (2005) Analiz panel'nyh dannyh v programme STATA. Metodicheskie ukazaniya k komp'yuternomu praktikumu po kursu "Jekonometricheskij analiz panel'nyh dannyh", NIU VShJe. M..
- Ruzhanskaja, L.S. (2010) Gosudarstvo i izmenenie strategicheskikh aspektov korporativnogo upravlenija v rossijskikh kompanijah. *Vestnik Novosibirskogo gosudarstvennogo universiteta*. Ser. Social'no-jekonomicheskie nauki, vol. 10, no. 1, pp. 3–16.
- Saeed, A., Belghitar, Y., Clark, E. (2016) Do Political Connections Affect Firm Performance? Evidence from a Developing Country. *Emerging Markets Finance and Trade*, no. 52(8), pp. 1876–1891.
- Sánchez-Ballesta, J.P., García-Meca, E. (2011) Ownership Structure and the Cost of Debt. *European Accounting Review*, vol. 20, no. 2, pp. 389–416. doi:10.1080/09638180903487834
- Shprenger, K. (2010a) Gosudarstvennaja sobstvennost' v rossijskoj jekonomike (chast' 1): masshtab i raspredelenie po sektoram. *Voprosy jekonomicheskoy politiki*, no. 6, pp. 1–15.
- Shprenger, K. (2010b) Gosudarstvennaja sobstvennost' v rossijskoj jekonomike (chast' 2): problemy upravlenija i vlijanie na jeffektivnost'. *Voprosy jekonomicheskoy politiki*, no. 7, pp. 90–110.
- Stepanova, A.N., Kuz'min, S.A. (2011) Korporativnoe upravlenie i operacionnaja jeffektivnost' rossijskikh kompanij. *Korporativnye finansy*, vol. 20, no. 4, pp. 24–39.
- Su Z., Fung, H.-G. (2013) Political Connections and Firm Performance in Chinese Companies: Political connections and performance of Chinese firms. *Pacific Economic Review*, vol. 18, no. 3, pp. 283–317. doi:10.1111/1468-0106.12025
- Su, Z., Fung, H.-G., Huang, D., Shen, C.-H. (2014) Cash dividends, expropriation, and political connections: Evidence from China. *International Review of Economics & Finance*, vol. 29, pp. 260–272. doi:10.1016/j.iref.2013.05.017
- Szakonyi, D. (2015) Elected Public Office and Private Benefit: Firm-Level Returns from Businesspeople Becoming Politicians in Russia. *Mimeo*. Retrieved on 16 October.
- Tutkevich, V., Filatov, A., Cherkaev, D. (2005) Sovety direktorov predpriyatij s SOE v Rossii. *Upravlenie kompaniej*, no. 7–9.
- Uddin, M.H. (2016) Effect of government share ownership on corporate risk taking: Case of the United Arab Emirates. *Research in International Business and Finance*, vol. 36, pp. 322–339. doi:10.1016/j.ribaf.2015.09.033
- Wu, W., Wu, C., Rui, O. (2012) Ownership and the Value of Political Connections: Evidence from China. *European Financial Management*, vol. 18, pp. 695–729.
- You, J., Du, G. (2012) Are Political Connections a Blessing or a Curse? Evidence from CEO Turnover in China: POLITICAL CONNECTION AND CORPORATE GOVERNANCE. *Corporate Governance: An International Review*, vol. 20, no. 2, pp. 179–194. doi:10.1111/j.1467-8683.2011.00902.x