Влияние применения внутренних механизмов корпоративного управления на стоимость компаний со стратегиями диверсификации и фокусирования

Варвара Вадимовна Назарова

Кандидат экономических наук, доцент департамента финансов СПБШЭиМ
Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики»
Санкт-Петербург, ул. Союза Печатников, д. 16

E-mail: nvarvara@list.ru

Анжелика Владиславовна Колыхалина

Специалист группы «Анализ данных» отдела SAP экономики и финансов ООО «ИТСК»
Санкт-Петербург, Киевская ул., 5

E-mail: lika.kolkina@ya.ru

Аннотация

Проблематика корпоративного управления в России представляется актуальной на сегодня. Это обусловлено тем, что российские условия ведения бизнеса требуют особого подхода к формированию оптимальной системы корпоративного управления.

Цель исследования заключается в оценке влияния отдельных компонентов корпоративного управления на стоимость компаний с двумя стратегиями развития: диверсификации и фокусирования. Основная гипотеза исследования состоит в том, что в зависимости от выбранной стратегии развития (диверсификации или фокусирования) разные механизмы корпоративного управления оказывают различное влияние на стоимость данных компаний. Для обоснования выдвинутой гипотезы в работе построена регрессионная модель влияния основных факторов корпоративного управления на показатель экономической добавленной стоимости (*EVA*).

В результате проведенного исследования для компаний, использующих стратегии диверсификации и фокусирования, было выявлено влияние таких факторов корпоративного управления, как доля независимых директоров в составе совета, доля акций, принадлежащих менеджменту компании, и участие государства в акционерном капитале компании. По результатам построенной регрессионной модели для представленной выборки можно сделать следующие выводы: в зависимости от выбранной стратегии развития прослеживается различная структура корпоративного управления, в частности, для диверсифицированных компаний характерны более независимый совет директоров, а также большее участие государства в акционерном капитале компании. В условиях многообразия стратегий диверсификации в работе акцент сделан только на две стратегии. В перспективных исследованиях предполагается рассмотрения влияния прочих факторов корпоративного управления (например, корпоративного долга, формы выплаты дивидендов) на компании со стратегиями связанной и несвязанной диверсификации.

По сравнению с существующими исследованиями в представленной работе проведено комплексное исследование влияния таких факторов корпоративного управления, как доля независимых директоров в составе совета, доля акций, принадлежащих менеджменту компании, и участие государства в акционерном капитале компании на результаты российских компаний, реализующих стратегии диверсификации и фокусирования, сделаны практико-ориентированные выводы. Результаты исследования могут быть полезны менеджерам и руководителям корпоративных структур с целью оценки эффективности и результативности существующей в компании системы управления.

Ключевые слова: диверсифицированная компания, корпоративное управление, развивающиеся рынки, экономическая добавленная стоимость

JEL: G34, G39

Введение

Все больше компаний принимают решение о диверсификации бизнеса с целью получения устойчивой позиции на рынке и минимизации рисков. Однако диверсифицированные компании весьма сложны в планировании и бюджетировании различных бизнес-сегментов, что влечет за собой агентский конфликт и порождает наличие проблем в сфере корпоративного управления.

Статья посвящена изучению различий корпоративного управления в российских компаниях, использующих стратегии диверсификации и фокусирования. Рассмотрение корпоративной диверсификации в развивающихся странах стало популярным в последние десятилетия, в то же время роль корпоративного управления в деятельности диверсифицированных компаний остается предметом дальнейших исследований. Цель исследования заключается в оценке влияния отдельных механизмов корпоративного управления (независимых директоров в составе совета директоров, структуры собственности) на стоимость компаний с разными стратегиями корпоративной дифференциации.

Данная работа имеет практическую значимость для компаний, использующих в качестве стратегии развития диверсификацию или фокусирование. Выводы и рекомендации, предложенные в работе, могут быть применены в построении систем управления корпоративными структурами с целью повышения их результативности и инвестиционной привлекательности. Комплексный анализ, проведенный в работе на выборке российских диверсифицированных компаний, позволяет сформировать выводы о взаимосвязи таких характеристик, как наличие доли государства и независимых директоров в структуре компании, выбранная стратегия, финансовые результаты деятельности и перспективы устойчивого развития.

В начале статьи проводится обзор исследований по оценке эффективности корпоративного управления на развитых и развивающихся рынках капитала, выдвигаются гипотезы о влиянии корпоративного управления на стоимость компании. Далее на основе выборки российских компаний с разными стратегиями развития выявляются ключевые факторы успешности и эффективности корпоративного управления для российского рынка.

Диверсификация на развитых и развивающихся рынках капитала: обзор исследований

Изучение феномена диверсификации и его влияния на стоимость компаний в развитых странах началось в 1980-х гг. Lang and Stulz (1994) выявили положительную корреляцию между *Q*-Тобина и стратегией фокусирования. Berger and Ofek (1995) в качестве результатов исследования получили, что каждый бизнес-сегмент диверсифицированной компании имеет на 13–15% большую стоимость, нежели диверсифицированная компания в целом. Comment and Jarrell (1995) продемонстрировали, что снижение степени диверсификации компании увеличивает ее стоимость, а John and Ofek (1995) по результатам исследования сделали вывод, что продажа активов приводит к улучшению операционной деятельности диверсифицированной компании, когда речь идет о фокусировании на определенном бизнес-сегменте. В целом, проведенные исследования свидетельствуют об отрицательном влиянии корпоративной диверсификации на стоимость компании.

Исследования взаимосвязи корпоративной диверсификации и финансовой эффективности на развивающихся рынках стали активно проводиться в начале 2000-х гг. Lins and Servaes (2002) в результате проведения исследования на выборке из компаний Гонконга, Малайзии, Индии, Индонезии и Тайланда за 1995 г. получили, что диверсифицированные компании являются менее прибыльными, нежели однонаправленные. Ahmad et al. (2003), проведя исследования на компаниях Малайзии, не выявили значимой зависимости между количеством акций во владении менеджментом и корпоративной диверсификацией. Clasessens et al. (2003) констатировали, что вертикально-интегрированные компании имеют плохие операционные показатели как в краткосрочной, так и в долгосрочной перспективе.

Результаты другой группы исследований, проведенных на развивающихся рынках капитала, свидетельствуют об обратном. К примеру, Ishak and Napier (2006), анализируя взаимосвязь структуры собственности в компании и корпоративной диверсификации на выборке из 355 компаний Малайзии, выявили положительное влияние диверсификации на стоимость компании. Chakrabarti et al. (2007) провели исследование на выборке из шести азиатских стран за период 1988–2003 гг. и сделали вывод, что диверсификация оказывает отрицательное воздействие в более развитой институциональной среде, то время как в менее развитой среде имеет положительное влияние на стоимость компаний. Lien, Li (2013) в своем исследовании также делают вывод, что стратегия диверсификации и соблюдение некоторых правил корпоративного управления на развивающихся рынках могут служить успешными шагами в ответ на институциональные несовершенства развивающихся рынков, тем самым увеличивая эффективность компаний путем максимального использования имеющихся у нее ресурсов.

Агентский конфликт между менеджерами и собственниками, в свою очередь, часто является причиной потери ценности от диверсификации [Anderson et al., 2000]. К примеру, Lang, Stulz (1995) утверждают, что менеджеры склонны к принятию решения о диверсификации бизнеса для увеличения размера и

престижа компании, которой они управляют. Кроме того, Amihud and Lev (1981) считают, что работа для менеджеров в диверсифицированной компании расширяет их интеллектуальный капитал, что делает их более привлекательными на рынке труда.

Ряд исследователей акцентируют внимание на взаимосвязи между структурой корпоративного управления и корпоративной диверсификацией. Denis, Sarin (1997) выявили сильное влияние инсайдеров на корпоративное управление и отметили, что снижение агентских издержек в компаниях с концентрированной структурой собственности связано с низким уровнем их диверсификации. Anderson et al. (2000), сравнивая структуру корпоративного управления в компаниях со стратегией диверсификации и фокусирования, отмечают, что CEO в диверсифицированных компаниях характеризуются более низким уровнем долей акций во владении, а также вознаграждением за выполненную работу. Кроме того, было выявлено, что диверсифицированные компании склонны иметь больше независимых директоров и более подвержены частым сменам менеджмента.

В то же время, что касается проведения исследований в русле структуры корпоративного управления в диверсифицированных компаниях развивающихся рынков, данный вопрос недостаточно освещен в литературе. В качестве примера проведения подобного исследования можно отметить работу Chen and Chen (2012), где авторы изучали, как структура корпоративного управления диверсифицированных компаний влияет на эффективность инвестиционной стратегии. Было выявлено, что эффективность инвестиционной стратегии повышается при более независимом составе совета директоров, высокой доле институциональных инвесторов, увеличении доли владения акциями компании независимыми директорами, высоком качестве внутреннего аудита.

Рассмотрим подробнее понятия связанной и несвязанной диверсификации.

Компания использует стратегию связанной диверсификации, если она расширяет свою деятельность, продолжая работать с той же группой потребителей и в том же рыночном сегменте, применяет те же производственные ресурсы, а также осуществляет аналогичный производственный процесс, с теми же технологиями и организационной структурой [Markides, Williamson, 1994, p. 149; Rumelt, 1982, pp. 359–360]. Преимущества связанной диверсификации будут наиболее наглядны при условии, что активы бизнес-сегментов выступают в качестве субститутов или комплементов по отношению друг к другу. Несмотря на то, что характеристики ресурсов могут различаться, взаимосвязь ресурсов приводит к экономии от масштаба. Кроме того, компания может повысить уровень обслуживания старых клиентов, а также привлечь новых за счет нового направления, которое непосредственно связано со старой сферой деятельности (Kim, Finkelstein, 2009). Потребитель, в свою очередь, сокращает издержки на поиск продукции и время на ее приобретение, что повышает стоимость предоставляемой продукции.

В стратегическом менеджменте несвязанная диверсификация подразумевает способность компании управлять различными бизнес-единицами и их ресурсами [Sirmon et al., 2011]. Несвязанная диверсификация, в отличие от связанной, подразумевает наличие в компании бизнес-единиц, функционирующих в абсолютно не связанных отраслях и не имеющих ничего общего друг с другом. В частности, предлагаемые продукты и целевая аудитория данных бизнес-сегментов, а также производственные мощности и навыки персонала различаются между собой. Оправданность использования данной стратегии заключается в создании пула ресурсов, который заменяет неэффективный рынок в разных отраслях.

Диверсифицированная компания обладает особенностями как организационно-управленческими, так и финансовыми. К основным организационно-управленческим аспектам диверсифицированной компании можно отнести наличие более чем одного направления деятельности, что означает функционирование компании сразу в нескольких отраслях экономики, и наличие нескольких бизнес-единиц, которые могут быть как связаны между собой, так и не связаны; наличие головной компании, управляющей инвестиционным портфелем, инвестиционными решениями, финансированием всей компании; наличие многоуровневой организационной структуры и иерархии управления; наличие навыков для обеспечения управления несколькими видами бизнеса одновременно; существование больших издержек, связанных с координацией контроля деятельности компании [Шамраева, 2010]. Из организационно-управленческих аспектов наибольший интерес представляет «двухуровневый» агентский конфликт. Поскольку диверсифицированная компания обладает несколькими уровнями управления, где корпоративный центр обладает полными правами на распределение активов компании, появляется дополнительный узел конфликтов типа «агент – агент». Менеджмент корпоративного центра, являясь одновременно агентом, также заинтересован в получении собственной выгоды от управления [Nazarova, Kolkina, 2016]. Таким образом, многоуровневая система управления в диверсифицированных компаниях усложняет процесс управления данного вида экономического субъекта, что видно как из российских, так и из зарубежных источников.

Среди российских исследователей вопросам особенностей корпоративного управления в интегрированных структурах, последствиям участия государства в управлении компаниями посвящены работы Т.Г. Долгопятовой, С.Б. Авдашевой, Р.И. Капелюшникова и др. Например, в работе “Corporate Governance in

Russian Big Business: Trends of 2000s" [Dolgopyatova, 2017] рассмотрены тренды 2010-х гг. в развитии корпоративного управления в крупных российских компаниях. Стимулы к совершенствованию корпоративного управления были созданы в том числе за счет усиления государственного влияния как собственника. Интересы бизнеса поддерживались за счет привлечения его представителей к выработке правовых норм и рекомендаций, что способствовало адаптации собственников крупного бизнеса к усилению регулирования при наличии стимулов к использованию корпоративного управления в интересах перспективного развития компаний [Dolgopyatova, 2017]. В статье «Влияние регуляторной среды на модель корпоративного управления компаний с государственным участием: проблемы современной России» [Авдашева, 2013] делаются выводы о неоднозначности эффективности корпоративного управления в компаниях с большой долей государственного участия. В качестве основной причины низкой эффективности автор называет несопоставимость внедрения регуляторных требований (например, регламентация закупок и продаж) к компаниям и их влияния на благосостояние конечных бенефициаров по сравнению с усилиями менеджмента. В исследовании «Концентрация собственности в системе корпоративного управления: эволюция представлений» [Капелюшников, 2006] представлена единая система корпоративного управления современной экономики с акцентом на критерии собственности. Автор предлагает разделять компании на компании с широким владением акциями (модель *W*) и с доминированием блокхолдеров (модель *B*), определяет специфическую модель корпоративного управления в российских компаниях.

Актуальным является исследование влияния диверсификации на эффективность корпоративного управления. В частности, интерес представляет проведение анализа влияния отдельных механизмов корпоративного управления на стоимость компаний со стратегией диверсификации, поскольку компании такого типа обладают особенностями внутреннего управления. Для успешного функционирования данных экономических субъектов требуется формирование оптимальной структуры корпоративного управления.

Под структурой корпоративного управления в статье понимается организационная модель, позволяющая, с одной стороны, регулировать взаимоотношения между менеджерами компании и акционерами, с другой - согласовывать цели различных стейкхолдеров для обеспечения эффективного и перспективного функционирования корпорации. Структура корпоративного управления позволяет идентифицировать правила и порядок принятия решений по текущим и перспективным направлениям развития корпорации, предопределяет задачи каждого участника системы.

Расчетно-аналитическая база

Проверяемые гипотезы

Для проведения регрессионного анализа влияния корпоративного управления на стоимость российских компаний требуется ввести гипотезы, подтверждающие или опровергающие направление данного влияния.

Состав и количество членов в совете являются одними из самых важных аспектов корпоративного управления в компании, поскольку именно совет директоров выполняет наиболее значимые функции, среди них: выбор исполнительного директора, определение миссии компании и стратегии ее развития, перспективное управление в компании [Munisi, Randoy, 2013]. В ряде работ была выявлена прямая статически значимая взаимосвязь показателей эффективности компаний и высокого удельного веса независимых директоров в составе совета [Rosenstein, Wyatt, 1990; Barnhart et al., 1994]. Данный результат также подтверждается в работе Muravyev et al. (2014) на выборке из российских компаний, где авторы анализируют размеры и структуру совета директоров и выявляют положительное влияние независимых директоров в корпоративном управлении при использовании бухгалтерских показателей в качестве зависимой переменой. Что касается различных пропорций независимых директоров в совете в зависимости от стратегии развития компании, то Boonne et al. (2007) и Anderson et al. (2000) доказали, что при расширении сферы деятельности компании путем стратегии диверсификации необходимо увеличивать долю независимых директоров для принятия правильных решений.

Первая гипотеза исследования: *доля независимых директоров в составе совета директоров компаний российского рынка положительно влияет на их стоимость.*

В работе Coles et al. (2008) считают, что диверсифицированные компании и компании с большой долей заемного капитала нуждаются в большом совете директоров, члены которого будут играть роль «консультантов» по вопросам управления крупными компаниями. На развивающихся рынках большинство семейных корпораций пользуются стратегией диверсификации, однако при этом они руководствуются принципами альтруизма во имя будущих поколений и стараются управлять компанией самостоятельно, без привлечения в бизнес независимых директоров [Lien, Li, 2013]. Это, в свою очередь, приводит к тому, что корпорация выходит в те отрасли, в которых может не справиться с конкуренцией по причине недостаточной осведомленности о работе в таком направлении.

Вторая гипотеза исследования состоит в следующем: *диверсифицированные компании обладают более независимым советом директоров нежели компании со стратегией фокусирования.*

В исследованиях Holderness et al. (1999), Kesner (1988), Kole (1995) доказано немонотонное влияние собственности менеджеров компании на ее эффективность, поскольку слишком большая доля акций во владении менеджмента усложняет уровень агентского конфликта. Что касается различного влияния данной характеристики корпоративного управления в компаниях с разной стратегией развития, то, по мнению Lang, Poulsen, Stulz (1995), менеджеры могут действовать в своих интересах и принять решение диверсифицировать компанию с целью получения высокой должности в крупной и престижной компании. Amihud и Lev (1981) считают, что в интересах менеджеров диверсифицировать компанию для того, чтобы расширить их человеческий капитал и иметь опыт в разных отраслях экономики. Принимая во внимание данные аргументы, можно утверждать, что для минимизации потерь акционеров и создания единых целей для собственников и менеджмента целесообразно предоставлять долю акций менеджменту. При таких условиях менеджмент будет также заинтересован в повышении стоимости компании, как и акционеры. Следовательно, они будут принимать обдуманные решения, ориентированные на долгосрочную перспективу. На наш взгляд, в диверсифицированных компаниях данный фактор будет иметь большее влияние на стоимость компании нежели в однонаправленных, что обусловлено более обширной деятельностью диверсифицированных компаний и приведет к более значительным потерям в случае выхода на неперспективные рынки.

Третья гипотеза: *увеличение доли акций, принадлежащих менеджменту, при невысоком уровне собственности менеджмента оказывает в большей степени положительное влияние на стоимость диверсифицированных компаний.*

Что касается участия государства в акционерном капитале компании, то исследования практики российских компаний показали, что в отличие от развитых стран в России наличие акций компании у государства является положительной чертой корпоративного управления. Это обусловлено тем, что участие государства в деятельности компании стимулирует совершенствование в ней практики корпоративного управления, а также положительно сказывается на ее финансово-хозяйственной деятельности [Долгопятова, 2016]. Участие государства в акционерном капитале компании снижает затраты на заемный капитал, поскольку компании с государственным участием обладают большим доверием со стороны кредиторов. Однако, с другой стороны, для диверсифицированных компаний участие государства в акционерном капитале компании может сдерживать ее развитие. Интересы государства зачастую не совпадают с интересами остальных акционеров. В случае если государство владеет контрольным пакетом акций, совет директоров фактически не является органом, принимающим решение по таким вопросам, как приобретение активов, определение стратегических направлений инвестирования и др. [Харчилава, 2015].

Четвертая гипотеза состоит в следующем: *доля акций в руках государства значимо влияет на стоимость компаний российского рынка.* В силу того, что на развивающихся рынках, к числу которых относится Россия, наблюдается слабость институциональной среды и законодательной базы, а также сложности в привлечении финансирования и неразвитость внешнего рынка капитала, стратегия диверсификации может служить успешным шагом в ответ на институциональные несовершенства, тем самым увеличивая эффективность компаний путем максимального использования имеющихся ее ресурсов. Диверсифицированные компании могут брать на себя функции различных институтов развитого рынка, тем самым создавая потенциал увеличения стоимости для интегрированных компаний. Однако в настоящее время диверсифицированные российские компании не являются таковыми. В целом, российские компании находятся в процессе перехода от анализа стандартных бухгалтерских показателей к показателям экономической прибыли. Соответственно, большинство компаний независимо от выбранной стратегии развития не будут иметь высокие значения их рыночной стоимости.

Пятая гипотеза заключается в следующем: *стратегия развития (диверсификация/ фокусирование) не оказывают прямого влияния на стоимость российских компаний.* Поскольку структура компании определяет ее внутреннее управление, логично предположить, что оптимальная структура корпоративного управления определяется выбранной в компании стратегией развития. В частности, многоцелевая стратегия оказывает влияние на размеры, объемы деятельности компании, усложняет организационную структуру, совершенствование которой повышает эффективность решения стратегических задач. В зависимости от выбранной стратегии диверсификации (связанная и несвязанная) действующие в компании параметры корпоративного управления могут оказывать более сильное / слабое влияние на ее эффективность, что обусловлено различными целями руководства при использовании той или иной стратегии. Таким образом, сформулируем следующую гипотезу.

Шестая гипотеза: *выбранная стратегия развития оказывает влияние на оптимальную структуру корпоративного управления.*

В заключение была выдвинута **седьмая гипотеза:** *стратегия диверсификации не ведет к снижению эффективности деятельности в российских компаниях.*

Метод эмпирического анализа

Для проведения регрессионного анализа оценки влияния факторов корпоративного управления на стоимость компаний необходимо определить, какой экономический показатель в контексте данного исследования наилучшим образом измеряет стоимость компании. Стоимость компании складывается из совокупности факторов, которые включают в себя ключевые результаты, отражающие корпоративную стратегию, меру ее реализации и различные финансовые и инвестиционные решения.

Проведенный анализ показателей стоимости позволил выявить, что наиболее оптимально использование показателей экономической прибыли – *Residual Income* [Ивашковская и др., 2007]. Данный подход является более предпочтительным в контексте данной работы, поскольку стратегическая направленность деятельности совета директоров не может быть измерена стандартными бухгалтерскими показателями, так как они не отражают инвестиционных рисков бизнеса, что свидетельствует о невозможности отражения справедливой оценки. Альтернативные подходы, которые применялись ранее, основаны на моделях дисконтированных денежных потоков или внутренней нормы доходности. Однако при применении данных подходов большая часть стоимости компании основана на постпрогнозных значениях, расчет которых представляет особые трудности. Более того, эти значения статичны.

Поэтому в качестве показателя был выбран показатель экономической добавленной стоимости (*EVA*), который имеет ряд преимуществ. Во-первых, данный показатель не является статичным и отражает результаты компании за определенный промежуток времени. Во-вторых, данный показатель, в отличие от бухгалтерских, дает справедливую оценку, поскольку учитывает все издержки на ведение бизнеса, включая фактические и альтернативные. Таким образом, *EVA* позволяет сравнить доходность, приносимую капиталом компании, с альтернативными издержками вложения средств. Учет всех издержек дает возможность корректно оценивать фундаментальную стоимость компании, рост которой и является итоговой целью любой корпоративной стратегии. Кроме того, использование показателя экономической прибыли в отличие от показателей рыночной капитализации и *Q*-Тобина элиминирует эффект макроэкономических и других внешних воздействий на компанию.

В регрессионном анализе будем использовать *EVA* в качестве показателя, отражающего стоимость фирмы. Данный показатель рассчитывается как разница между чистой операционной прибылью после вычета налогов (*NOPAT*) и платы за весь инвестированный в компанию капитал с учетом специальных поправок к прибыли и капиталу, называемых эквивалентами собственного капитала в концепции *EVA* [Ивашковская и др., 2010]:

$$EVA = NOPAT - WACC \cdot CE, \qquad (1)$$

где *NOPAT* – посленалоговая операционная прибыль, скорректированная; *WACC* (*Weighted Average Cost of Capital*) – средневзвешенные затраты на капитал; *CE* (*Capital Employed*) – сумма инвестированного капитала.

В относительных показателях данная формула преобразуется к следующему виду:

$$EVA = (ROIC - WACC) \cdot CE, \qquad (2)$$

где *ROIC* (*return on total capital*) – доходность инвестированного капитала.

Для расчета показателя средневзвешенной стоимости капитала необходимо произвести расчет стоимости собственного капитала, который производился по модели *CAPM*. Для этого рассчитываются безрисковая ставка процента, премия за риск и коэффициент бета. Стоимость заемных средств определяется как сумма безрисковой ставки и надбавки к этой ставке в размере риска дефолта.

В рамках выдвинутого алгоритма необходимо определить, каким образом будет проведена классификация компаний по стратегии их развития: диверсификация (связанная / несвязанная) и фокусирование.
В эмпирических работах по вопросам диверсификации используются несколько методов измерения степени диверсифицированности компании.

В зарубежной литературе наиболее популярным является метод расчета индекса Херфиндаля [Chen, Chen, 2012]. Индекс Херфиндаля учитывает степень распределения деятельности компании между ее сегментами:

$$H = 1 - \sum_{i=1}^{n} p_i^2, \qquad (3)$$

где *H* – индекс Херфиндаля; p_i – доля выпуска компании в *i*-й отрасли по отношению к совокупному выпуску компании в *n* отраслях. Если рассчитанный индекс стремится к 1, значит, компания функционирует в нескольких отраслях и может считать диверсифицированной [Berry, 1971].

Вторым количественным методом определения степени диверсификации является расчет индекса энтропии, который был использован в работе Lien, Li (2013). Индекс энтропии отражает не только количество отраслей, в которых функционирует компания, но и показывает распределение общей выручки компании между ее сегментами [Jacquemin, Berry, 1979]:

$$E = \sum_{i=1}^{n} p_i \ln \frac{1}{p_i}, \qquad (4)$$

где *E* – индекс энтропии; p_i – доля выпуска компании в *i*-й отрасли по отношению к совокупному выпуску компании в *n* отраслях.

Индекс энтропии обладает преимуществом перед индексом Херфиндаля – Хиршмана, поскольку показывает степень связанности между различными отраслями, а также помогает избежать проблемы

мультиколлинеарности, которая возникает при построении регрессионных моделей для расчета индекса Херфиндаля. Однако ни один из приведенных выше методов не может быть применен для определения типа стратегии развития компании, поскольку в России отсутствуют требования о предоставлении отчетности по каждому сегменту.

Таким образом, исследование основывается на использовании формального критерия, кода промышленной классификации *SIC* (*Standard Industrial Classification*), который был использован в работах Berger и Ofek (1995), Jiraporn et al. (2006), Hoechle et al. (2012), Ивашковской и др. (2010). Поскольку исследование основано на компаниях российского рынка, то в качестве кода промышленной классификации будем использовать ОКВЭД (Общероссийский классификатор видов экономической деятельности). Компания является диверсифицированной в случае, если входящие в нее бизнес-сегменты имеют различия в кодах ОКВЭД. Если существует различие хотя бы в одной цифре четырехзначного кода, то компания считается диверсифицированной. В противном случае считается, что компания придерживается стратегии фокусирования. В частности, если первая или вторая цифра кода хотя бы одного сегмента отличается от других, то компания имеет стратегию несвязанной диверсификации. Все прочие компании отнесены к компаниям со стратегией связанной диверсификации.

Кроме основных параметров корпоративного управления в модель необходимо включить переменные, характеризующие финансовые показатели компании во избежание проблем пропущенных переменных и получения смещенных оценок.

Среди данных показателей мы выделили переменную размера компании, выраженную логарифмом общих активов. Включение данной переменной обусловлено тем, что с увеличением размера компании повышаются издержки по ведению корпоративного управления в ней, усложняются задачи совета директоров касательно координации деятельности компании. В случае если совет директоров не справляется с задачей координации менеджмента, наблюдается снижение эффективности корпоративной стратегии, что приводит к увеличению риска, снижению доходности капитала и нарушению устойчивости потока денежных средств. Более того, относительно небольшим компаниям необходимо стремиться к совершенствованию корпоративного управления для получения доступа к рынку капитала и привлечению большего числа инвесторов.

Следует также включать переменную долговой нагрузки, выраженную соотношением долгосрочного заемного капитала к акционерному капиталу. Данная переменная характеризует компанию с точки зрения финансового риска.

Методология

Выдвинутые гипотезы позволили разработать модель влияния факторов корпоративного управления на стоимость компаний российского рынка. В табл. 1 представлены все переменные, подлежащие включению в базовую модель.

Таблица 1. Переменные модели

Наименование переменной	Экономическое содержание
In_dir	Доля независимых директоров к общему числу членов совета директоров
Manag_own	Доля акций, находящаяся в руках менеджмента компании
Gov_own	Доля акций, находящаяся в руках у государства
CEO_unity	Дамми-переменная, принимающая значение «1», если председатель совета директоров и CEO одно лицо, «0» – в противном случае
Divers	Дамми-переменная, принимающая значение «1», если компания диверсифицированная, «0» – в противном случае
Ln_assets	Натуральный логарифм совокупных активов компании
CS	Соотношение долгосрочного заемного капитала к акционерному капиталу
Capex	Размер капитальных вложений
Growth	Темп роста выручки

Источник: составлено автором.

Таким образом, полученная регрессионная модель анализа влияния корпоративного управления на эффективность российских компаний выглядит следующим образом:

$$EVA_{it} = \alpha + \beta_1 \bullet In_dir_{it} + \beta_2 \bullet Manag_own_{it} + \\ + \beta_3 \bullet gov_own_{it} + \beta_4 \bullet CEO_unity_{it} + \beta_3 \bullet divers_{it} + \\ + \beta_4 \bullet Ln_{assets_{it}} + \beta_5 \bullet Capex_{it} + \beta_5 \bullet Growth_{it} + \varepsilon_{it} \quad , \quad (5)$$

где EVA_{it} – экономическая добавленная стоимость i-й компании в год t; In_dir_{it} – доля независимых директоров к общему числу членов совета директоров i-й компании в год t; $manag_own_{it}$ – доля акций, находящаяся в руках менеджмента i-й компании в год t; gov_own_{it} – доля акций, находящаяся в руках у государства i-й компании в год t; CEO_unity_{it} – дамми-переменная, принимающая значение «1», если председатель совета директоров и CEO одно лицо, «0» – в противном случае i-й компании в год t; $divers_{it}$ – дамми-переменная, принимающая значение «1», если компания диверсифицированная, «0» – в противном случае; $assets_{it}$ – объем активов i-й компании в год t; CS_i – структура капитала i-й компании в год t; $Capex_{it}$ – капитальные вложения i-й компании в год t; $Growth_{it}$ – темп роста выручки i-й компании в год t.

Описание данных

На следующем этапе, после выборки метода эмпирического анализа и разработки модели была сформирована выборка российских компаний, на основе которой проводилась оценка влияния факторов корпоративного управления на эффективность их деятельности и дальнейшие расчеты финансовых показателей.

Для проведения исследования был выбран период 2013–2015 гг. Выбор данного временного интервала обусловлен тем, что 2013 г. был относительно стабильным для России, а в период с 2011–2012 гг. произошли изменения в корпоративном управлении за счет введения новых законов, таких как Федеральный закон «О центральном депозитарии», внесения изменений в федеральные законы «О рынке ценных бумаг» и «Об акционерных обществах»[1]. Кроме того, в 2014 г. был принят усовершенствованный Кодекс корпоративного управления, более половины крупных компаний уже применяют в своей деятельности большинство рекомендаций этого документа. Вступление в силу новых законов и поправок к ним должно стимулировать повышение уровня корпоративного управления в компании, за счет чего эффективность компании должна улучшаться. 2016 г. не был включен в выборку, поскольку не все исследуемые качественные и финансовые показатели были доступны для сбора данных.

Для сбора данных по характеристикам корпоративного управления использовались годовые отчеты компаний, устав и другие официальные документы и аналитические записки. Для проведения расчетов финансовых показателей была использована база данных «Спарк», а также отчеты компаний с их официальных сайтов для расчета объясняющих переменных.

Как уже отмечалось ранее, для определения степени диверсифицированности компании был использован код ОКВЭД, который также был доступен в карточке компании в базе данных «Спарк». Однако в процессе сбора данных были сделаны некоторые выводы относительно использования данного критерия: в большинстве случаев указанный код ОКВЭД не отражает основную отрасль функционирования компании, кроме того, некоторые изменения в кодах ОКВЭД являются формальными. Учитывая данные факты, помимо использования данного критерия были детально изучены годовые отчеты компаний и структура выручки по сегментам, что позволило сделать вывод относительно уровня диверсификации компании.

Список анализируемых компаний был определен по рейтингу, составленному информационным агентством «Эксперт 400» по объемам реализации продукции за 2015 г. Первоначально были взяты 200 топ-компаний, далее из них были исключены финансовые организации, иностранные компании и компании, данные по которым не были доступны из официальных источников. Таким образом, в выборку вошли 72 компании, что составило 205 наблюдений.

Эмпирическая часть: регрессионный анализ

Начнем анализ результатов с агрегированной выборки по российским компаниям вне зависимости от стратегии развития. В период с 2013 по 2015 г. в анализируемых компаниях в 69 из 100% наблюдались отрицательные значения экономической добавленной стоимости. Данные результаты свидетельствуют о низкой рентабельности инвестированного капитала и неэффективном распределении ресурсов в российских компаниях, что является следствием финансового кризиса. Разброс полученных значений *EVA* велик, наибольшее значение данного показателя составляет примерно 617 млрд руб. Переменная *ROE* характеризуется медианным значением, равным 11,71, разброс значений данного показателя значительно меньше, нежели показателя *EVA*. Поскольку дамми-переменная совмещения должности генерального директора и председателя совета директоров в 95% наблюдений имеет значение «0», данная переменная была исключена из выборки при первоначальном анализе данных.

[1] Положение ЦБР от 10.04.2014 № 06-52/2463 «О кодексе корпоративного управления».

Таблица 2. Описательная статистика переменных (млрд руб.)

	Количество наблюдений	Среднее	Стандартное отклонение	Минимум	Максимум	Медиана
EVA	205	–45,09	242,16	–2253,53	617	–5,42
ROE	205	14,81	64,70	–185,23	282,70	11,71
ln_A	205	18,81	1,85	9,30	23,29	18,79
CS	205	1,86	12,89	–22,09	40,86	0,47
in_dir	205	0,20	0,21	0	0,80	0,14
govern_own	205	16,31	32,86	0	100	0
manag_own	205	2,63	11,95	0	97,41	0
growth	205	1,65	1,90	0	10,39	0,89
capex	205	6,01	1060	0	4830	800

Источник: расчет автора в программе Stata.

В табл. 2 представлены описательные статистики зависимых переменных *EVA*, *ROE* и регрессоров после удаления выявленных выбросов для каждой модели (проверка на наличие выбросов осуществлялась на основе *Studentized residuals,* расстояния Кука и показателя *DFITS*).

Заметим, что в полученном наборе данных отсутствуют пропущенные переменные. Выборка характеризуется низким уровнем доли независимых директоров, которые в большинстве наблюдений составляют менее 1/3 от общего числа совета директоров, а также относительно небольшой долей государства: в 33 наблюдениях выборки доля государства составляет более 50%, 16 наблюдений представляют компании со 100%-ным государственным участием и 153 наблюдения – компании без государственного участия. Стоит также отметить, что медианное значение показателя доли акций у менеджмента равно 0, что говорит о низкой доле участия менеджмента в акционерном капитале российских компаний.

Рассмотрев матрицу парных корреляций между зависимыми переменными *EVA* и *ROE* и регрессорами, можно сделать вывод о том, что выбранные регрессоры не коррелируют друг с другом. Это также подтверждается тестом на мультиколлинеарность *VIF* (*Variance Inflation Factor*), все значения которого имеют значения меньше 5. Проведение формальных тестов *sfrancia*, *swilk*, *sktest* позволило отвергнуть нулевую гипотезу о нормальности распределения остатков, однако поскольку полная выборка имеет средний размер (205 наблюдений), то мы можем отказаться от использования процедуры бутстрапирования. Рассмотрим полученные результаты регрессионного анализа на полной выборке российских компаний.

Для анализа собранных данных были использованы короткие панельные линейные регрессии для зависимых переменных *EVA* и *ROE*, которые включают три анализируемых года и 72 компании. Для начала была определена базовая модель регрессии. В связи с тем, что выборка составила 205 наблюдений, включение большого количества регрессоров, а именно контрольных переменных, являлось нежелательным, поскольку могло привести к проблемам с мультиколлинеарностью, а также низкой значимостью как отдельных факторов, так и регрессии в целом. Тестирование различных моделей и их спецификаций показало, что в базовой модели регрессии следует оставить все качественные показатели, а также переменную размера компании и долговой нагрузки.

Обратимся к анализу модели, где в качестве переменной эффективности деятельности компании выступает переменная *EVA*. Тестирование моделей сквозной регрессии, регрессии с фиксированными и случайными эффектами показало, что в нашем случае подходит модель со случайными эффектами. Для этого были проведены тесты Вальда, Бройша – Пагана и Хаусмена. Тест Вальда проверяет гипотезу о равенстве нулю всех индивидуальных эффектов и сравнивает модель с фиксированными эффектами со сквозной регрессией. Поскольку данный тест показал, что p-уровень < 0,01, то основная гипотеза отвергается, и модель с фиксированными эффектами лучше подходит для описания данных, чем модель простой регрессии. Тест Бройша – Пагана является тестом на наличие случайного индивидуального эффекта и сравнивает сквозную регрессию с регрессией со случайными эффектами. В нашем случае нулевая гипотеза отвергается, что позволяет сделать вывод о том, что регрессия со случайными

эффектами лучше описывает полученную выборку. Заключительный тест Хаусмена на сравнение регрессии со случайными эффектами с регрессией с фиксированными эффектами позволил принять нулевую гипотезу о том, что индивидуальные эффекты являются случайными, так как *p*-уровень = 0,89. Соответственно, наилучшей моделью является модель со случайными эффектами (табл. 3).

Таблица 3. Результаты регрессионной модели со случайными эффектами и зависимой переменной *EVA* на полной выборке

Переменная	Значение коэффициента
in_dir	40,63* (86,65)
gover_own	–1,27 (1,57)
manag_own	–0,06 (0,70)
ln_Assets	–27,05** (11,54)
CS	–0,08 (0,89)
Constant	493,83** (215,14)
N. of cases	205
Wald chi2(5)	11,05
Prob>chi2	0,04

* $p < 0{,}10$; ** $p < 0{,}05$; *** $p < 0{,}01$.

Источник: расчет автора в программе Stata.

Полученная регрессия характеризуется относительно невысоким уровнем статистики Вальда (11,05), однако *p*-уровень данного теста позволяет отвернуть нулевую гипотезу о равенстве нулю коэффициентов перед регрессорами, что свидетельствует об общей значимости модели на 5%-ном уровне значимости и адекватности построенной модели. Корреляция регрессоров с ненаблюдаемыми случайными эффектами равна 0, что является важным критерием, лежащим в основе модели, в противном случае оценки окажутся несостоятельными. Кроме того, на 5%-ном уровне значимости обнаружена отрицательная взаимосвязь переменной логарифма активов, что соответствует заявленной в исследовании логике. Переменная доли независимых директоров в составе совета (*in_dir*) характеризуется положительной взаимосвязью с эффективностью деятельности компании и значима на 10%-ном уровне значимости.

Однако остальные заявленные в модели переменные оказались статистически незначимыми на полной выборке. Незначимость переменной доли менеджмента в акционерном капитале может быть объяснена тем, что значения данного показателя по выборке практически равны нулю, вследствие чего не удалось выявить взаимосвязи между зависимой переменной *EVA* и показателем *manag_own*. Что касается незначимости переменной доли государства, то следует обратиться к делению компаний по типу диверсификации, так как данный факт оказывает существенное влияние на взаимосвязь данного показателя и эффективностью деятельности компании.

Далее перейдем к рассмотрению модели с зависимой переменой рентабельности собственного капитала – *ROE*. Тестирование моделей сквозной регрессии, регрессии с фиксированными и случайными эффектами показало, что в нашем случае подходит модель сквозной регрессии. Данная модель предписывает одинаковое поведение всем объектам выборки во все моменты времени и оценивает методом наименьших квадратов. Поскольку наша модель обладает гетероскедастичностью, то для элиминирования данного эффекта применим обобщенный метод наименьших квадратов. Итоговые оценки коэффициентов регрессии представлены в табл. 4.

Таблица 4. Результаты сквозной регрессии и зависимой переменной *ROE* на полной выборке

Переменная	Значение коэффициента
in_dir	–47,05** (21,25)
gover_own	–0,17* (0,09)
manag_own	0,39 (0,69)
ln_Assets	–0,29 (2,51)
CS	2,95*** (0,97)
Constant	18,13 (46,63)
N. of cases	204
Adj R-squared	0,13
Prob > F	0,0026

* $p < 0{,}10$; ** $p < 0{,}05$; *** $p < 0{,}01$.

Источник: расчет автора в программе Stata.

Полученная сквозная регрессия значима на 1%-ном уровне значимости, что свидетельствует о совокупной значимости включенных в модель факторов.

Скорректированный коэффициент детерминации имеет невысокое значение, однако данный факт не является существенной проблемой, поскольку в рамках анализа ставится цель не обнаружить все детерминанты эффективности деятельности компании, а оценить взаимосвязь интересующих нас факторов.

Модель имеет несколько статистически значимых переменных. На 1%-ном уровне значимости значима переменная структуры капитала (*CS*), однако данная переменная имеет положительный знак перед коэффициентом. Выявлена также отрицательная взаимосвязь переменной доли независимых директоров в составе совета директоров (*in_dir*). На 10%-ном уровне значимости выявлена отрицательная взаимосвязь доли государства в акционерном капитале компании, переменная доли акций во владении менеджмента оказалась незначима. Полученные результаты могут свидетельствовать о том, что зависимая переменная *ROE* не является адекватной переменной для измерения эффективности деятельности компании в контексте измерения стратегической направленности в деятельности совета директоров и других характеристик корпоративного управления. Таким образом, дальнейший анализ в разрезе стратегий развития компаний будет проведен для зависимой переменной *EVA* и интересующих нас регрессоров.

Тестирование в условиях разделения выборки по типу стратегии развития

В условиях деления компаний по выбранной стратегии развития интерес представляет проведение сравнений на равенство генеральных средних в двух подгруппах, диверсификации и фокусирования, по переменной экономической добавленной стоимости и характеристик корпоративного управления.

Проверка на статистическую значимость разницы в средних при помощи *t*-теста показала, что на 5%-ном уровне значимости не существует разницы в средних значениях показателя *EVA* для компаний со стратегией диверсификации и фокусирования. Данный факт подтверждает седьмую гипотезу и позволяет утверждать, что стратегия диверсификации не ведет к снижению эффективности деятельности российских компаний. Что касается других переменных, то также не было выявлено статистически значимых различий в средних значениях показателей доли государства и менеджмента в акционерном капитале компаний, а также доли независимых директоров. Полученный результат опровергает заявленную шестую гипотезу о том, что выбранная стратегия развития оказывает влияние на действующие в компаниях механизмы корпоративного управления.

Для того чтобы проследить взаимосвязь различных характеристик корпоративного управления и эффективности деятельности компании в зависимости от выбранной стратегии развития, необходимо разбить выборку на три подвыборки и отдельно рассмотреть данные по компаниям со стратегией связанной и несвязанной диверсификации, а также со стратегией фокусирования. В табл. 5 представлено количество компаний и наблюдений в каждой выделенной группе.

Таблица 5. Распределение компаний по стратегиям диверсификации и фокусирования

	Количество компаний	Количество наблюдений
Диверсификация	29	86
в том числе:		
несвязанная	7	20
связанная	22	66
Фокусирование	43	119
Итого	72	205

Источник: составлено автором.

Построение линейных панельных регрессий для трех подвыборок и сравнение моделей с фиксированными, случайными эффектами, модели *between* и сквозной регрессии позволили сделать вывод, что наиболее адекватно описывает данные регрессия со случайными эффектами для компаний со стратегиями фокусирования и связанной диверсификации. Для выборки компаний несвязанной диверсификации согласно итогам тестов Вальда и Бройша – Пагана подходит модель сквозной регрессии. Количество наблюдений позволило оценить все регрессоры только по компаниям со стратегией фокусирования. Из выборки по компаниям связанной диверсификации, куда входят 66 наблюдений, была удалена переменная доли менеджмента в акционерном капитале компании (*manag_own*), а в сквозной регрессии, состоящей из 20 наблюдений, были оценены лишь переменная логарифма совокупных активов (*ln_Assests*), доля независимых директоров (*in_dir*) и доля государства в акционерном капитале компании (*gover_own*). Итоговые результаты регрессионного анализа представлены в табл. 6.

Рассмотрим значимость каждой переменной отдельно по подвыборкам. Переменная доли независимых директоров в составе советов директоров российских компаний на 5%-ном уровне значимости положительно влияет на их эффективность в компаниях со стратегией фокусирования, а на 10%-ном уровне значимости положительно влияет на показатель *EVA* в компаниях со стратегией несвязанной диверсификации.

Таблица 6. Результаты регрессионного анализа для компаний со стратегией диверсификации и фокусирования

Переменная	Стратегия фокусирования	Стратегия связанной диверсификации	Стратегия несвязанной диверсификации
	Регрессия со случайными эффектами		Сквозная регрессия
In_dir	39,96** (20,05)	–79,90 (115,59)	110,45* (35,96)
Manag_own	0,5 (0,32)	–	–
Gover_own	–021 (0,19)	3,58*** (0,97)	–4,15* (2,82)
Ln_Assets	–7,20*** (2,63)	17,55 (25,62)	–277,56*** (56,92)
CS	–0,10 (1,10)	–0,12 (0,57)	–
Constant	112,45* (47,87)	–304,26 (491,54)	480,20*** (111,94)
N. of cases	119	66	20
Wald chi2(5)	13,36	14,50	–
Prob > chi2	0,02**	0,01**	–
R-squared	–	–	60,96
Prob > F	–	–	0,08*

* $p < 0{,}10$; ** $p < 0{,}05$; *** $p < 0{,}01$.

Источник: расчет автора в программе Stata.

Стоит отметить, что значение коэффициента для компаний несвязанной диверсификации значительно превышает значение данного показателя по компаниям со стратегией фокусирования, что соответствует заявленной в исследовании логике. Однако данный показатель оказался незначим на выборке из компаний со стратегией связанной диверсификации.

Что касается показателя доли менеджмента в акционерном капитале компаний, то данный показатель, как и в регрессии на агрегированной выборке, незначим на приемлемом уровне значимости на выборке из компаний со стратегией фокусирования, соответственно, делать какие-либо выводы относительно его взаимосвязи с показателем *EVA* не имеет смысла.

Показатель доли государства в акционерном капитале российских компаний на выборке из компаний связанной диверсификации положительно влияет на эффективность их деятельности на 1%-ном уровне значимости, в то время как прослеживается отрицательная взаимосвязь данного показателя на выборке из компаний со стратегией несвязанной диверсификации на 10%-ном уровне значимости. На выборке компаний со стратегией фокусирования показатель *gover_own* статистической значимости не имеет.

Что касается контрольных переменных, включенных в модель, то показатель структуры капитала *CS* незначим для всех трех подвыборок, а показатель логарифма совокупных активов значим на 1- и 5%-ном уровне значимости для компаний со стратегией фокусирования и несвязанной диверсификации соответственно и имеет отрицательный знак перед коэффициентом.

Общая значимость трех моделей высокая, модели регрессий со случайными эффектами значимы на 5%-ном уровне значимости, что свидетельствует о совокупной значимости включенных факторов, модель сквозной регрессии значима на 10%-ном уровне значимости.

Обсуждение полученных результатов

Построение моделей регрессионного анализа с двумя зависимыми переменными *ROE* и *EVA* позволяют сделать вывод о том, что при проведении анализа влияния выбранных компонентов корпоративного управления на эффективность деятельности компаний с помощью стандартного бухгалтерского показателя *ROE* нельзя отследить взаимосвязь характеристик корпоративного управления и эффективностью деятельности компании. Это связано с тем, что показатель *ROE* отражает лишь операционную деятельность компании и не учитывает управленческие аспекты и альтернативные издержки ведения бизнеса. Данный результат также подтверждается в работе Adjaoud et al. (2007). Таким образом, показатель *EVA* является наиболее адекватной мерой измерения эффективности деятельности компаний в контексте данной работы.

Далее перейдем к анализу результатов, полученных в результате тестирования поставленных в работе гипотез о направлении влияния отдельных компонентов корпоративного управления на эффективность деятельности российских компаний.

Первая гипотеза о положительном влиянии доли независимых директоров в составе совета директоров российских компаний не отвергается, поскольку на полный выборке было получено статистически значимое положительное влияние данного показателя на эффективность деятельности компаний. Данный факт свидетельствует о том, что увеличение независимых директоров приводит к повышению эффективности российских компаний. Данный факт объясняется тем, что с более высокой долей независимых членов совета директоров увеличивается качество принятия верных решений [Амбарднишвили, Березинец, 2017]. Кроме того, независимые директора улучшают осуществление надзора над руководством компании, что способствует повышению эффективности ее деятельности и приводит к увеличению рыночной стоимости. Аналогичные результаты были получены в работах Rosenstein и Wyatt (1990), а также Barnhart et al. (1994).

В условиях разделения выборки по типам стратегии развития были получены следующие результаты. Доля независимых директоров *in_dir* в компаниях со стратегией фокусирования оказывает статистически значимое положительное влияние на эффективность их деятельности. Однако взаимосвязь данного фактора неодинакова для компаний со стратегией диверсификации. В частности, значение коэффициента перед показателем *in_dir* на выборке из компаний со стратегией несвязанной диверсификации значительно превышает значение коэффициента того же показателя на выборке из компаний со стратегией фокусирования. Он свидетельствует о том, что увеличение доли независимых директоров в компаниях со стратегией несвязанной диверсификации имеет большую взаимосвязь с показателем *EVA*, поскольку управление компаниями такого типа требует наличие различных навыков и экспертных знаний, которыми обладают независимые директора, что облегчает принятие решений советами. Примером компании такого типа является ПАО «АФК Система», обладающая наивысшим значением доли независимых директоров (0,64) и имеющей наибольшее значение показателя *EVA* в своей группе. Незначимость данного показателя на выборке из компаний со стратегией связанной диверсификации может быть обусловлена тем, что 2/3 компаний данной подвыборки имеют независимых директоров и данный факторов является несущественным касательно эффективности деятельности компаний такого типа.

При делении компаний на подвыборки было выявлено, что увеличение доли независимых директоров в компаниях со стратегией несвязанной диверсификации имеет большую взаимосвязь с показателем *EVA* нежели в компаниях со стратегией фокусирования, что обусловлено сложностью принятия решений в компаниях такого типа. Полученный результат позволяет частично принять вторую гипотезу.

Третья гипотеза о положительном влиянии доли акций, принадлежащих менеджменту компании, не нашла подтверждения в проведенном анализе как на полной выборке, так и в условиях деления компаний по типам стратегии развития. Данный факт, вероятнее всего, обусловлен тем, что значения данного показателя по выборке практически равны нулю, вследствие чего не удалось выявить взаимосвязи между зависимой переменной *EVA* и показателем *manag_own*. Исследователи в целом едины во мнении относительно положительной связи между эффективностью компании и участием в собственности компании директоров и менеджмента [Pfeffer, 1972; Bradley et al., 1988], однако данные исследования были проведены на выборках других стран, где структура собственности является более распыленной.

Четвертая гипотеза о наличии значимого положительного влияния акций компаний у государства на эффективность их деятельности также подтвердилась лишь частично. Было выявлено, что присутствие государства в числе собственников компании повышает ее эффективности в случае, если компания придерживается стратегии связанной диверсификации. Данный факт обусловлен тем, что большинство компаний со стратегией связанной диверсификации являются отраслеобразующими предприятиями со структурой вертикально-интегрированных холдингов. К положительным аспектам участия государства в акционерном капитале данных компаний относится снижение затрат на заемный капитал, поскольку компании с государственным участием обладают большим доверием со стороны кредиторов. Примерами компаний такого типа являются ПАО «Объединенная авиастроительная корпорация» с долей государственного

участия в акционерном капитале 90% и ПАО «РЖД» с долей 100%. Такие компании могут успешно существовать только при условии значительной поддержки со стороны государства. Государство, в свою очередь, заинтересовано в поддержании должного уровня эффективности данных компаний, поскольку они оказывают влияние на экономическую стабильность и развитие России в целом. Что касается компаний со стратегией несвязанной диверсификации, то для них участие государства в акционерном капитале лишь препятствует успешному развитию, что также подтвердилось статистическим путем. Государство не склонно к вложениям в рискованные направления бизнеса, напротив, оно стремится укрупнять имеющиеся бизнес-сегменты либо следовать стратегии связанной диверсификации. Однако чем выше риски, тем выше доходность в случае успеха. Таким образом, диверсификация бизнеса в несвязанную отрасль может принести компании значительные выгоды. Примером успешной компании со стратегией несвязанной диверсификации является ПАО «АФК-Система», в которой нет государственного участия.

Однако данный показатель оказался незначим на выборке из компаний со стратегией фокусирования. Полученный результат может объясняться тем, что попавшие в выборку компании являются однонаправленными компаниями-гигантами, представляющими наиболее влиятельные компании в своей отрасли. 27 компаний из 116 в данной подвыборке – компании с государственным участием, однако доля государства в их акционерном капитале не является значимым фактором, влияющим на их эффективность. Примерами компаний со стратегией фокусирования выступают компания ПАО «Аэрофлот» с долей государства 51,17% и ПАО «Авиакомпания «Сибирь» без государственного участия. Обе компании являются лидерами на российском рынке авиаперевозок.

Кроме того, было отмечено, что компании со стратегией диверсификации и фокусирования не имеют статистически значимых различий в средних значениях экономической добавленной стоимости. Это позволяет не отвергнуть пятую гипотезу о том, что стратегия диверсификации не ведет к снижению эффективности деятельности в российских компаниях. Данный результат был получен как по общей выборке диверсифицированных компаний, так и в разрезе деления компаний на связанную и несвязанную диверсификацию.

Анализируя полученные результаты, можно утверждать, что влияние отдельных компонентов корпоративного управления на эффективность деятельности компании зависит от выбранной стратегии развития. Это позволяет не отвергнуть шестую гипотезу о том, что в зависимости от выбранной стратегии развития компоненты корпоративного управления оказывают различное влияние на эффективность деятельности компании. Полученный результат свидетельствует о том, что оптимальная структура корпоративного управления варьируется в зависимости от выбранной компанией стратегией развития: связанной или несвязанной диверсификации либо фокусирования.

Было также получено, что компании со стратегией диверсификации и фокусирования не имеют статистически значимых различий в средних значениях экономической добавленной стоимости, что позволяет не отвергнуть седьмую гипотезу о том, что стратегия диверсификации не ведет к снижению эффективности деятельности в российских компаниях. Данный результат был получен как по общей выборке диверсифицированных компаний, так и разрезе деления компаний на связанную и несвязанную диверсификацию.

Таким образом, российским компаниям следует повышать уровень корпоративного управления путем увеличения доли независимых директоров вне зависимости от типа стратегии развития. Компаниям со стратегией несвязанной диверсификации рекомендуется развиваться без участия государства в их акционерном капитале, в то время как компаниям со стратегией связанной диверсификации требуется поддержка со стороны государства. Кроме того, необходимо совершенствовать системы и концепции управления компаниями, что позволит им быть более привлекательными для зарубежных инвесторов и улучшить как операционную деятельность, так и инвестиционную. При использовании стратегии несвязанной диверсификации наличие выбранных компонентов в структуре корпоративного управления также оказывает еще большее влияние на их эффективность. Это обусловливается более широким кругом деятельности и сложностью организационно-управленческой структуры данных компаний. Ошибочные решения совета директоров и менеджмента могут привести к выходу данных компаний в неперспективные отрасли, следствием чего будет являться снижение эффективности их деятельности.

Результаты данной работы могут использоваться акционерами и членами совета директоров компании при формировании структуры корпоративного управления с целью уменьшения агентского конфликта между менеджментом и акционерами. Они также будут интересны для оценки потенциальных рисков инвесторами, рассматривающими возможность вложения средств в ту или иную компанию.

К возможным ограничениям проведенного исследования можно отнести:

- использование в качестве показателей эффективности деятельности компании по одному показателю из группы бухгалтерских и группы показателей экономической прибыли;
- ограниченность выборки, состоящей из 205 наблюдений, что стало возможной причиной незначимости некоторых переменных регрессионного анализа.

В целом, исходя из полученных значений финансовых показателей и качественных характеристик корпоративного управления и их описательной статистики, прослеживается тот факт, что в зависимости от выбранной стратегии развития (диверсификация или фокусирование) отдельные механизмы корпоративного управления имеют различные удельные веса в общей структуре корпоративного управления для компаний с разными стратегиями развития. Для диверсифицированных компаний характерно наличие большей доли независимых директоров, а также участие менеджмента в акционерном капитале компании. Таким образом, перспективным направлением для продолжения исследования является оценка влияния отдельных механизмов корпоративного управления на стоимость российских компаний в разрезе стратегий их развития.

Заключение

Цель исследования заключалась в оценке влияния отдельных элементов структуры корпоративного управления в диверсифицированных компаниях российского рынка на эффективность деятельности компаний. Поскольку выбранная стратегия развития определяет структуру внутреннего управления компанией, то изучение корпоративного управления в рамках однонаправленных и диверсифицированных компаний представляло особый интерес.

В ходе работы было выявлено, что интерес представляют такие характеристики корпоративного управления, как доля независимых директоров в составе совета, доля акций, принадлежащих менеджменту компании, и участие государства в акционерном капитале компании. На основе собранных данных по характеристикам корпоративного управления и проведенных расчетов было выявлено, что в среднем российские компании характеризуются отрицательными значениями экономической добавленной стоимости, что говорит о низкой рентабельности инвестированного капитала и неэффективном распределении ресурсов. Среднее значение показателя рентабельности собственного капитала также находится на достаточно низком уровне.

Что касается характеристик корпоративного управления, то в зависимости от выбранной стратегии развития прослеживается различная структура корпоративного управления. В частности, диверсифицированные компании характеризуются более независимым советом директоров, а также большим участием государства в акционерном капитале компании.

Проведенный анализ свидетельствует о том, что с увеличением доли независимых директоров, а также участия государства в акционерном капитале компании увеличивается стоимость российских компаний. Российским компаниям необходимо совершенствовать систему их управления как в плане корпоративного управления, так и финансового анализа на основе концепции стоимости.

Список литературы

1. Авдашева С.Б. Влияние регуляторной среды на модель корпоративного управления компаний с государственным участием: проблемы современной России. Журнал Новой экономической ассоциации. 2013;(4):159-163.

2. Амбарднишвили Т.Г., Березинец И.В., Ильина Ю.Б., Смирнов М.В. Совет директоров и дивидендная политика в российских компаниях с прямым государственным участием. Корпоративные финансы. 2017;11(1):50-77.

3. Долгопятова Т.Г. Концепция собственности в российской обрабатывающей промышленности: эмпирические оценки. Известия Уральского государственного экономического университета. 2016;(4):30-39.

4. Капелюшников Р.И. Концентрация собственности в системе корпоративного управления: эволюция представлений. Российский журнал менеджмента. 2006;4(1):3-28.

5. Степанова А.Н., Балкина Е.А. Финансовая архитектура компаний на разных этапах жизненного цикла: влияние на эффективность российских компаний. Корпоративные финансы. 2013;7(3):5-22

6. Ивашковская И.В., Пономарев М.О., Сеттлз А. Деятельность советов директоров и стратегическая эффективностью. Проблемы теории и практики управления. 2007;(8):76-87.

7. Ивашковская И.В., Кукина Е.Б., Пенкина И.В. Экономическая добавленная стоимость. Концепции. Подходы. Инструменты. Корпоративные финансы. 2010;4(2):103-108.

8. Письмо Банка России от 10.04.2014 № 06-52/2463 “О Кодексе корпоративного управления”. URL: http://lawru.info/dok/2014/04/10/n2787.htm

9. Шамраева С.А. Издержки и выгоды корпоративной диверсификации. Корпоративные финансы. 2010;4(2):36-46.

10. Харчилава Х.П. Особенности корпоративного управления в непубличных акционерных обществах с государственным участием. Стратегии бизнеса. 2015;(5):20-25.

11. Adjaoud F., Zeghal D., Andaleeb S. The effect of board’s quality on performance: A study of Canadian firms. Corporate Governance: An International Review. 2007;15(4):623-635. DOI: 10.1111/j.1467-8683.2007.00592.x

12. Ahmad I, Anis I, Malik A, Nawaz S.A., Choudhary M.I. Cholinesterase inhibitory constituents from Onosma hispida. Chemical and Pharmaceutical Bulletin. 2003;51(4):412-414. DOI:10.1248/cpb.51.412

13. Amihud Ya., Lev B. Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers. The Bell Journal of Economics. 1981;12(2):605-617. DOI: 10.2307/3003575

14. Anderson R.C., Bates T.W., Bizjak J.M., Lemmon M.L. Corporate governance and firm diversification. Financial Management. 2000;29(1):5-22. DOI: 10.2307/3666358

15. Berger P.G., Ofek E. Diversification's effect on firm value. Journal of Financial Economics. 1995;37(1):39-65. DOI: 10.1016/0304-405X(94)00798-6

16. Barnhart S.W., Marr M.W., Rosenstein S. Firm performance and board composition: Some new evidence. Managerial and Decision Economics. 1994;15(4):329-340. DOI: 10.1002/mde.4090150407

17. Berry C.H. Corporate growth and diversification. The Journal of Law and Economics. 1971;14(2):371-384.

18. Boone A.L., Field L.C., Karpoff J.M., Raheja C.G. The determinants of corporate board size and composition: An empirical analysis. Journal of Financial Economics. 2007;85(1):66-101. DOI: 10.1016/j.jfineco.2006.05.004

19. Bradley M., Desai A., Kim E.H. Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms. Journal of Financial Economics. 1988;21(1):3-40. DOI: 10.1016/0304-405X(88)90030-X

20. Chakrabarti A., Singh K., Mahmood I. Diversification and performance: Evidence from East Asian firms. Strategic Management Journal. 2007;28(2):101-120. DOI: 10.1002/smj.572

21. Chen S.-S., Chen I.-J. Corporate governance and capital allocations of diversified firms. Journal of Banking & Finance. 2012;36(2):395-409. DOI: 10.1016/j.jbankfin.2011.07.013

22. Claessens S., Fan J.P.H. Corporate governance in Asia: A survey. International Review of Finance. 2002;3(2):71-103. DOI: 10.1111/1468-2443.00034

23. Coles J.L., Daniel N.D., Naveen L. Boards: Does one size fit all? Journal of Financial Economics. 2008;87(2):329-356. DOI: 10.1016/j.jfineco.2006.08.008

24. Comment R., Jarrell G.A. Corporate focus and stock returns. Journal of Financial Economics. 1995;37(1):68-87. DOI: 10.1016/0304-405X(94)00777-X

25. Denis D.J., Denis D.K., Sarin A. Agency problems, equity ownership, and corporate diversification. The Journal of Finance. 1997;52(1):135-160. DOI: 10.2307/2329559

26. Dolgopyatova T.G. Corporate governance in Russian big business: Trends of 2000s. Baltic RIM Economies Review. 2017;(2):37. URL: https://www.utu.fi/en/units/tse/units/PEI/BRE/Documents/BRE_2_2017.pdf

27. Hoechle D., Schmid M., Walter I., Yermack D. How much of the diversification discount can be explained by poor corporate governance? Journal of Financial Economics. 2012;103(1):41-60. DOI: 10.1016/j.jfineco.2011.03.025

28. Holderness C.G., Kroszner R.S., Sheehan D.P. Were the good old days that good? Changes in managerial stock ownership since the Great Depression. The Journal of Finance. 1999;54(2):435-469. DOI: 10.1111/0022-1082.00114

29. Ishak Z., Napier C. Expropriation of minority interests and corporate diversification in Malaysia. Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance. 2006;2(1):85-113. URL: https://www.researchgate.net/publication/228452806_Expropriation_of_minority_interests_and_corporate_diversification_in_Malaysia

30. Jacquemin A.P., Berry C.H. Entropy measure of diversification and corporate growth. The Journal of Industrial Economics. 1979;27(4):359-369. DOI: 10.2307/2097958

31. Jensen M.C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. The American Economic Review. 1986;76(2):323-339. DOI: 10.2139/ssrn.99580

32. Jiraporn P., Kim Y.S., Davidson W.N., Singh M. Corporate governance, shareholder rights and firm diversification: An empirical analysis. Journal of Banking and Finance. 2006;30(3):947-963. DOI: 10.1016/j.jbankfin.2005.08.005

33. John K., Ofek E. Asset sales and increases in focus. Journal of Financial Economics. 1995;37(1):105-126. DOI: 10.1016/0304-405X(94)00794-2

34. Kesner I.F. Directors' characteristics and committee membership: An investigation of type, occupation, tenure, and gender. The Academy of Management Journal. 1988;31(1):66-84. DOI: 10.2307/256498

35. Kim J.Y., Finkelstein S., The effects of strategic and market complementarity on acquisition performance: Evidence from the US commercial banking industry, 1989-2001. Strategic Management Journal. 2009;30(6):617-646. DOI: 10.1002/smj.754

36. Kole S.R. Measuring managerial equity ownership: A comparison of sources of ownership data. Journal of Corporate Finance. 1995;1(3-4):413-435. DOI: 10.1016/0929-1199(94)00012-J

37. Lang L.H.P., Stulz R.M. Tobin`s q, corporate diversification and firm performance. Journal of Political Economy. 1994;102(6):1248-1280.

38. Lang L., Poulsen A., Stulz R. Asset sales, firm performance, and the agency costs of managerial discretion. Journal of Financial Economics. 1995;37(1):3-37. DOI: 10.1016/0304-405X(94)00791-X

39. Lien Y.-C., Li S. Does diversification add firm value in emerging economies? Effect of corporate governance. Journal of Business Research. 2013;66(12):2425-2430. DOI: 10.1016/j.jbusres.2013.05.030

40. Lins K.V., Servaes H. Is corporate diversification beneficial in emerging markets? Financial Management. 2002;31(2):5-31. DOI: 10.2307/3666220

41. Markides C.C., Williamson P.J. Related diversification, core competencies and corporate performance. Strategic Management Journal. 1994;15(S2):149-165. DOI: 10.1002/smj.4250151010

42. Munisi G., Randøy T. Corporate governance and company performance across sub-Saharan African countries. Journal of Economics and Business. 2013;70(Nov.-Dec.):92-110. DOI: 10.1016/j.jeconbus.2013.08.003

43. Muravyev A., Berezinets I., Ilina Yu. The structure of corporate boards and private benefits of control: Evidence from the Russian stock exchange. International Review of Financial Analysis. 2014;34:247–261. DOI: 10.1016/j.irfa.2014.03.008

44. Nazarova V., Kolkina A. Corporate governance and effectiveness of a diversified company: Russian experience. Korporativnye finansy = Journal of Corporate Finance Research. 2016;10(3):56-70.

45. Pfeffer J. Interorganizational influence and managerial attitudes. The Academy of Management Journal. 1972;15(3):317-330. DOI: 10.2307/254856

46. Rosenstein S., Wyatt J.G. Outside directors, board independence, and shareholder wealth. Journal of Financial Economics. 1990;26(2):175-192. DOI: 10.1016/0304-405X(90)90002-H

47. Rumelt R.P. Diversification strategy and profitability. Strategic Management Journal. 1982;3(4):359-369. DOI: 10.1002/smj.4250030407

48. Sirmon D.G., Hitt M.A., Ireland R.D., Gilbert B.A. Resource orchestration to create competitive advantage: Breadth, depth, and life cycle effects. Journal of Management. 2011;37(5):1390-1412. DOI: 10.1177/0149206310385695

49. Claessens S., Laeven L. Financial development, property rights and growth. The Journal of Finance. 2003;58(6):2401-2436.

Effect of the Application of Internal Corporate Governance Mechanisms on the Value of Companies With Diversification and Focusing Strategies

Varvara Nazarova

Researcher, Associate Professor,
National Research University Higher School of Economics
16, Souza Pechatnikov street, Sankt-Petersburg, Russia

E-mail: nvarvara@list.ru

Anzhelika Kolykhalina

Specialist of the group "Data Analysis" Department of SAP Economics and Finance,
ITSK LLC
5, Kievskaya street, Sankt-Petersburg, Russia

E-mail: lika.kolkina@ya.ru

Annotation

The perspective of corporate governance in Russia is a topical issue nowadays. It is caused by the fact that the Russian business conditions demand special approach to formation of an optimum corporate governance system.

The purpose of the study is to assess the impact of individual components of corporate governance on the value of companies with two development strategies: diversification and focusing. The main hypothesis considered in the work is that, depending on the chosen development strategy (diversification or focus), different corporate governance mechanisms have a different impact on the value of these companies. To substantiate the hypothesis put forward, a regression model of the influence of the main factors of corporate governance on the economic value added indicator (EVA) has been constructed.

As a result of the conducted research for companies using diversification and focusing strategies, the influence of such corporate governance factors as the share of independent directors on the board, the share of shares owned by the company's management, and the state's participation in the share capital of the company was revealed. Based on the results of the regression model constructed for the sample, we can draw the following conclusions: depending on the chosen development strategy, a different structure of corporate governance is traced, in particular, for diversified companies a more independent board of directors is characteristic, as well as greater state participation in the share capital the company. In the context of a variety of diversification strategies, the focus is on only two strategies. In prospective studies, it is supposed to consider the influence of other factors of corporate governance (for example, corporate debt, dividend payment form) on companies with related and unrelated diversification strategies.

Compared to the existing research, a comprehensive study of the influence of such corporate governance factors as the share of independent directors on the board, the share of shares owned by the company's management, and state participation in the company's share capital on the results of Russian companies implementing diversification and focusing strategies, made practice-oriented conclusions.

The results of the study can be useful for managers and managers of corporate structures in order to assess the effectiveness and efficiency of the existing management system in the company.

Keywords: diversified company, corporate governance, emerging markets, economic value added

JEL: G34, G39

References

1. Avdasheva S.B. Impact of regulatory constraints on corporate governance in the contemporary Russian SOE. Zhurnal novoi ekonomicheskoi assotsiatsii = Journal of the New Economic Association. 2013;(4):159-163. (In Russ.).

2. Ambardnishvili T.G., Berezinets I.V., Il'ina Yu.B., Smirnov M.V. Board of directors and dividend policy in Russian companies with direct state ownership. Korporativnye finansy = Journal of Corporate Finance Research. 2017;11(1):50-77. (In Russ.).

3. Dolgopyatova T.G. The concept of ownership in the Russian manufacturing industry: Empirical estimates. Izvestiya Ural'skogo gosudarstvennogo ekonomicheskogo universiteta = Journal of the Ural State University of Economics. 2016;(4):30-39. (In Russ.).

4. Kapelyushnikov R.I. Concentration of ownership in the corporate governance system: The evolution of conceptions. Rossiiskii zhurnal menedzhmenta = Russian Management Journal. 2006;4(1):3-28. (In Russ.).

5. Stepanova A.N., Balkina E.A. Corporate financial architecture at different lifecycle stages: Performance effect in Russia. Korporativnye finansy = Journal of Corporate Finance Research. 2013;7(3):5-22. (In Russ.).

6. Ivashkovskaya I.V., Ponomarev M.O., Settles A. The board of directors activities and the company strategic efficiency. Problemy teorii i praktiki upravleniya = Theoretical and Practical Aspects of Management. 2007;(8):76-87. (In Russ.).

7. Ivashkovskaya I.V., Kukina E.B., Penkina I.V. Economic value added. Concepts. Approaches. Instruments. Korporativnye finansy = Journal of Corporate Finance Research. 2010;4(2):103-108. (In Russ.).

8. Letter of the Bank of Russia of 10.04.2014 No. 06-52/2463 "On the Code of corporate governance". URL: http://lawru.info/dok/2014/04/10/n2787.htm (In Russ.).

9. Shamraeva S.A. Benefits and costs of corporate diversification. Korporativnye finansy = Journal of Corporate Finance Research. 2010;4(2):36-46. (In Russ.).

10. Kharchilava Kh.P. Features of corporate governance in non-public joint-stock companies with state participation. Strategii biznesa = Business Strategies. 2015;(5):20-25. (In Russ.).

11. Adjaoud F., Zeghal D., Andaleeb S. The effect of board's quality on performance: A study of Canadian firms. Corporate Governance: An International Review. 2007;15(4):623-635. DOI: 10.1111/j.1467-8683.2007.00592.x

12. Ahmad I, Anis I, Malik A, Nawaz S.A., Choudhary M.I. Cholinesterase inhibitory constituents from Onosma hispida. Chemical and Pharmaceutical Bulletin. 2003;51(4):412-414. DOI:10.1248/cpb.51.412

13. Amihud Ya., Lev B. Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers. The Bell Journal of Economics. 1981;12(2):605-617. DOI: 10.2307/3003575

14. Anderson R.C., Bates T.W., Bizjak J.M., Lemmon M.L. Corporate governance and firm diversification. Financial Management. 2000;29(1):5-22. DOI: 10.2307/3666358

15. Berger P.G., Ofek E. Diversification's effect on firm value. Journal of Financial Economics. 1995;37(1):39-65. DOI: 10.1016/0304-405X(94)00798-6

16. Barnhart S.W., Marr M.W., Rosenstein S. Firm performance and board composition: Some new evidence. Managerial and Decision Economics. 1994;15(4):329-340. DOI: 10.1002/mde.4090150407

17. Berry C.H. Corporate growth and diversification. The Journal of Law and Economics. 1971;14(2):371-384.

18. Boone A.L., Field L.C., Karpoff J.M., Raheja C.G. The determinants of corporate board size and composition: An empirical analysis. Journal of Financial Economics. 2007;85(1):66-101. DOI: 10.1016/j.jfineco.2006.05.004

19. Bradley M., Desai A., Kim E.H. Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms. Journal of Financial Economics. 1988;21(1):3-40. DOI: 10.1016/0304-405X(88)90030-X

20. Chakrabarti A., Singh K., Mahmood I. Diversification and performance: Evidence from East Asian firms. Strategic Management Journal. 2007;28(2):101-120. DOI: 10.1002/smj.572

21. Chen S.-S., Chen I.-J. Corporate governance and capital allocations of diversified firms. Journal of Banking & Finance. 2012;36(2):395-409. DOI: 10.1016/j.jbankfin.2011.07.013

22. Claessens S., Fan J.P.H. Corporate governance in Asia: A survey. International Review of Finance. 2002;3(2):71-103. DOI: 10.1111/1468-2443.00034

23. Coles J.L., Daniel N.D., Naveen L. Boards: Does one size fit all? Journal of Financial Economics. 2008;87(2):329-356. DOI: 10.1016/j.jfineco.2006.08.008

24. Comment R., Jarrell G.A. Corporate focus and stock returns. Journal of Financial Economics. 1995;37(1):68-87. DOI: 10.1016/0304-405X(94)00777-X

25. Denis D.J., Denis D.K., Sarin A. Agency problems, equity ownership, and corporate diversification. The Journal of Finance. 1997;52(1):135-160. DOI: 10.2307/2329559

26. Dolgopyatova T.G. Corporate governance in Russian big business: Trends of 2000s. Baltic RIM Economies Review. 2017;(2):37. URL: https://www.utu.fi/en/units/tse/units/PEI/BRE/Documents/BRE_2_2017.pdf

27. Hoechle D., Schmid M., Walter I., Yermack D. How much of the diversification discount can be explained by poor corporate governance? Journal of Financial Economics. 2012;103(1):41-60. DOI: 10.1016/j.jfineco.2011.03.025

28. Holderness C.G., Kroszner R.S., Sheehan D.P. Were the good old days that good? Changes in managerial stock ownership since the Great Depression. The Journal of Finance. 1999;54(2):435-469. DOI: 10.1111/0022-1082.00114

29. Ishak Z., Napier C. Expropriation of minority interests and corporate diversification in Malaysia. Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance. 2006;2(1):85-113. URL: https://www.researchgate.net/publication/228452806_Expropriation_of_minority_interests_and_corporate_diversification_in_Malaysia

30. Jacquemin A.P., Berry C.H. Entropy measure of diversification and corporate growth. The Journal of Industrial Economics. 1979;27(4):359-369. DOI: 10.2307/2097958

31. Jensen M.C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. The American Economic Review. 1986;76(2):323-339. DOI: 10.2139/ssrn.99580

32. Jiraporn P., Kim Y.S., Davidson W.N., Singh M. Corporate governance, shareholder rights and firm diversification: An empirical analysis. Journal of Banking and Finance. 2006;30(3):947-963. DOI: 10.1016/j.jbankfin.2005.08.005

33. John K., Ofek E. Asset sales and increases in focus. Journal of Financial Economics. 1995;37(1):105-126. DOI: 10.1016/0304-405X(94)00794-2

34. Kesner I.F. Directors' characteristics and committee membership: An investigation of type, occupation, tenure, and gender. The Academy of Management Journal. 1988;31(1):66-84. DOI: 10.2307/256498

35. Kim J.Y., Finkelstein S., The effects of strategic and market complementarity on acquisition performance: Evidence from the US commercial banking industry, 1989-2001. Strategic Management Journal. 2009;30(6):617-646. DOI: 10.1002/smj.754

36. Kole S.R. Measuring managerial equity ownership: A comparison of sources of ownership data. .Journal of Corporate Finance. 1995;1(3-4):413-435. DOI: 10.1016/0929-1199(94)00012-J

37. Lang L.H.P., Stulz R.M. Tobin`s q, corporate diversification and firm performance. Journal of Political Economy. 1994;102(6):1248-1280.

38. Lang L., Poulsen A., Stulz R. Asset sales, firm performance, and the agency costs of managerial discretion. Journal of Financial Economics. 1995;37(1):3-37. DOI: 10.1016/0304-405X(94)00791-X

39. Lien Y.-C., Li S. Does diversification add firm value in emerging economies? Effect of corporate governance. Journal of Business Research. 2013;66(12):2425-2430. DOI: 10.1016/j.jbusres.2013.05.030

40. Lins K.V., Servaes H. Is corporate diversification beneficial in emerging markets? Financial Management. 2002;31(2):5-31. DOI: 10.2307/3666220

41. Markides C.C., Williamson P.J. Related diversification, core competencies and corporate performance. Strategic Management Journal. 1994;15(S2):149-165. DOI: 10.1002/smj.4250151010

42. Munisi G., Randøy T. Corporate governance and company performance across sub-Saharan African countries. Journal of Economics and Business. 2013;70(Nov.-Dec.):92-110. DOI: 10.1016/j.jeconbus.2013.08.003

43. Muravyev A., Berezinets I., Ilina Yu. The structure of corporate boards and private benefits of control: Evidence from the Russian stock exchange. International Review of Financial Analysis. 2014;34:247–261. DOI: 10.1016/j.irfa.2014.03.008

44. Nazarova V., Kolkina A. Corporate governance and effectiveness of a diversified company: Russian experience. Korporativnye finansy = Journal of Corporate Finance Research. 2016;10(3):56-70.

45. Pfeffer J. Interorganizational influence and managerial attitudes. The Academy of Management Journal. 1972;15(3):317-330. DOI: 10.2307/254856

46. Rosenstein S., Wyatt J.G. Outside directors, board independence, and shareholder wealth. Journal of Financial Economics. 1990;26(2):175-192. DOI: 10.1016/0304-405X(90)90002-H

47. Rumelt R.P. Diversification strategy and profitability. Strategic Management Journal. 1982;3(4):359-369. DOI: 10.1002/smj.4250030407

48. Sirmon D.G., Hitt M.A., Ireland R.D., Gilbert B.A. Resource orchestration to create competitive advantage: Breadth, depth, and life cycle effects. Journal of Management. 2011;37(5):1390-1412. DOI: 10.1177/0149206310385695

49. Claessens S., Laeven L. Financial development, property rights and growth. The Journal of Finance. 2003;58(6):2401-2436.