

## ИССЛЕДОВАНИЕ ВЗАИМОСВЯЗИ КАЧЕСТВА КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ И ФИНАНСОВОГО СОСТОЯНИЯ КОРПОРАЦИЙ

*Е.Д. Вайсман, Н.С. Еремина*

*Южно-Уральский государственный университет, г. Челябинск, Россия*

Целью настоящего исследования явилась эмпирическая проверка наличия взаимосвязи качества корпоративного управления российских корпораций и их финансового положения. В качестве объектов исследования приняты ПАО АНК «Башнефть» (дочернее общество ПАО «НК «Роснефть»), ПАО «МТС» и ПАО «Транснефть». Расчет модели множественной регрессии и, на основе полученного уравнения регрессии, множественной корреляции, позволил доказать наличие обратной зависимости между качеством корпоративного управления и финансовым состоянием предприятий, что, по мнению авторов, объясняется проявлением конфликта агентских отношений: при низком уровне корпоративного управления менеджеры вводят в заблуждение существующих и потенциальных инвесторов, искажая финансовую отчетность и завышая, тем самым, уровень финансового положения компании.

**Ключевые слова:** корпорация, корпоративное управление, качество корпоративного управления, агентские отношения, асимметричность информации, конфликт интересов, анализ финансового состояния корпорации.

### Введение

Корпоративное управление в современном понимании этой категории начало формироваться на рубеже XIX–XX веков, в период укрупнения компаний, становления акционерных обществ и развития, как следствие, процесса разделения, с одной стороны, права собственности, а с другой – управления этой собственностью. Этот процесс явился причиной появления ключевой проблемы корпоративного управления: конфликта интересов между собственниками и стейкхолдерами, вследствие эффекта асимметричности информации. Эта проблема примерно с 30-х годов XX-го века, начиная с работ А. Берли и Г. Минца [1], активно обсуждалась западными исследователями, и в 70-е годы формализовалась в теорию агентских отношений. Авторами теории принято считать М. Дженсена и У. Меклинга [2]. В дальнейшем свой вклад в ее развитие осуществили как западные (например, А. Кэдбери [3]), так и российские исследователи (например, О.В. Бандалюк, И.В. Березинец, А.В. Бухвалова [4]). Параллельно развивалась теория корпоративного управления и ее правовое обеспечение.

Сегодня актуальность проблемы корпоративного управления не только не снизилась, но даже возросла. В мире это обусловлено, в первую очередь, ростом мирового финансового рынка и периодически возникающими волнами недружественных поглощений. В нашей стране, несмотря на отмечаемое в последние годы снижение числа публичных компаний, актуальность корпоративного управления растет в связи с такими, в частности, факторами, как:

– несовершенство законодательства в этой области; все еще отсутствие единой принятой модели корпоративного управления (по мнению спе-

циалистов, в российских корпорациях присутствуют элементы всех существующих сегодня моделей);

– практически постоянно проходящий процесс перераспределения собственности в публичных компаниях; несовершенство таких механизмов, как рынок ценных бумаг, рынок корпоративного контроля;

– существенная доля государственной собственности в акционерных капиталах; частые нарушения со стороны крупных акционеров, связанные с выводом активов.

Понятно, что все это, с одной стороны, затрудняет совершенствование законодательства в этой области, а с другой – стимулирует развитие дискуссии относительно понятия «качество корпоративного управления» и влияния последнего на различные показатели деятельности корпораций, в том числе на показатели их финансового состояния.

### Постановка проблемы

Большинство специалистов при определении категории «качество корпоративного управления» опираются на его ключевую проблему. Так, например, в работе [5] отмечено, что качественная система корпоративного управления должна быть способна минимизировать воздействие возникающих конфликтов на финансово-хозяйственную деятельность компании. Очевидно, именно по этой причине в последние годы наблюдается рост внимания исследователей к взаимосвязи качества корпоративного управления и финансового положения корпорации.

На сегодняшний день единого мнения в вопросе о корреляции качества корпоративного управления с финансовыми показателями деятельности предприятия обнаружить не удалось. Ана-

лиз существующих научных публикаций и исследований в этой области позволил выделить три точки зрения на этот вопрос.

Сторонники первой полагают, что качественное корпоративное управление способно прямо воздействовать не только на инвестиционную привлекательность компании, но и на ее финансовые результаты. К числу авторов, поддерживающих эту точку зрения, относится, например, Н.А. Волкова. В своей работе «Формализация уровня корпоративного управления с учетом влияния на стоимость компании» она осуществила количественную оценку качества корпоративного управления и первичное построение модели взаимосвязи последней с финансовыми результатами деятельности корпорации. В исследовании доказана зависимость стоимости компании, рентабельности инвестиций и стоимости капитала от уровня корпоративного управления предприятием [6].

Сторонники второй точки зрения считают, что корреляция между качеством корпоративного управления и стоимостью бизнеса существует, однако в отечественной практике это влияние минимально и не является основополагающим. В частности, А. Гизатуллин [7] на основе проведенного метаанализа сделал вывод о наличии прямой и обратной зависимости между качеством корпоративного управления и финансовыми показателями. При этом автор подчеркивает, что прямая связь наблюдается намного отчетливее, нежели обратная. Интересно, что, по мнению автора, более существенную связь демонстрируют развивающиеся рынки, в то время как развитые характеризуются незначительной зависимостью исследуемых параметров.

Наконец, третья точка зрения объединила исследователей, которые отрицают существование зависимости между качеством корпоративного управления и финансовыми показателями деятельности отечественных компаний, что, с их точки зрения, объясняется спецификой российской экономики. Т.А. Тычинская в своем исследовании «Качество корпоративного управления как фактор выбора структуры источников финансирования инвестиций» отметила, что качество корпоративного управления не имеет значимого влияния на способность компаний привлечь дополнительные инвестиции и улучшить тем самым собственное финансовое положение. Она объясняет эту позицию особенностями развития российской экономики и отечественного фондового рынка [8].

Мы полагаем, что проверка справедливости каждой из этих точек зрения может быть проведена с помощью корреляционно-регрессионной зависимости.

Все это дает нам основание сформулировать ключевую цель настоящего исследования следующим образом: осуществить эмпирическую проверку наличия взаимосвязи качества корпоративного

управления российских корпораций и их финансового положения.

#### **Методический подход к исследованию, результаты**

При решении поставленной задачи мы исходили из следующих ограничений и предпосылок.

1. Будем считать, что для достижения поставленной цели следует осуществить выборку корпораций-объектов исследования, определить качество их корпоративного управления, провести оценку финансового состояния и выполнить множественный регрессионный анализ для выявления зависимости между первым и вторым.

2. Примем в качестве критериев выбора объектов исследования доступность и открытость информации о корпорации, ее финансовой отчетности, результатов независимых оценок ее деятельности и наличие открытой и полной информации об уровне качества корпоративного управления.

3. Допустим, что качество корпоративного управления целесообразно определять на основе открытых оценок, выполненных независимыми экспертами.

4. Будем считать, что для оценки финансового состояния объектов исследования достаточно использовать классические методы финансовой диагностики.

Опираясь на принятые допущения, в качестве объектов исследования были приняты российские публичные акционерные общества: ПАО АНК «Башнефть» (дочернее общество ПАО «НК «Роснефть»), ПАО «МТС» и ПАО «Транснефть». Как видно, два предприятия из выборки представляют стратегический сектор российской экономики, при этом ПАО «Транснефть» занимает более 80 % рынка, в то время как ПАО «Башнефть» около 5 %; третье предприятие – ПАО «МТС» – представляет телекоммуникационную отрасль и занимает около 30 % этого рынка.

Для каждой из этих корпораций, в соответствии с целью настоящего исследования, было определено качество корпоративного управления, проведена оценка финансового состояния и выполнен множественный регрессионный анализ.

При выборе метода определения качества корпоративного управления объектов исследования мы опирались на работу [9], автор которой выделяет три группы таких методов. В основе методов первой группы лежит сравнение выбранной совокупности характеристик корпоративного управления той или иной компании с некими стандартами, что дает основание присвоить этой совокупности определенный рейтинг. Методы, отнесенные ко второй группе, предполагают сравнение у разных компаний таких характеристик и, соответственно, формирование проранжированного списка последних с выявлением ключевых проблем каждой. И, наконец, суть методов третьей группы заключается в определении требований к

качеству корпоративного управления со стороны фондового рынка.

Коротко остановимся на каждом из перечисленных подходов и рассмотрим их с позиции адекватности цели настоящей работы.

В настоящее время существует достаточно большое количество рейтинговых систем оценивания качества корпоративного управления. Отметим наиболее популярных из них.

– Рейтинг Standard&Poor's (S&P) анализирует действия компании в области четырех основных групп критериев, совокупность которых достигает 130 наименований. Качественная оценка переводится в количественную по шкале от 1 до 10. На сегодняшний день агентство больше не осуществляет рейтингование компаний.

– CORE-рейтинг создан институтом корпоративного управления и права и основывается на процентной оценке критериев качества корпоративного управления. Рейтинг оценивает степень информационной прозрачности, соблюдение прав акционеров, членов Совета директоров, уровень рисков, менеджмент компании и ряд других подобных параметров.

– Рейтинг инвестиционного банка Brunswick UBS Warburg оценивает риски корпорации по шкале от 0 до 72 баллов.

– Рейтинг Российского института директоров совместно с «Эксперт-РА» – НПКУ – берет за основу критерии «Кодекса корпоративного управления» и международный опыт в данной области. Он основывается на соблюдении прав акционеров, профессионализме менеджмента, влиянии компании на социальную сферу и информационной прозрачности. Рейтинг использует шкалу от 1 до 10, после чего присваивает каждому объекту исследования класс от А до D, где класс А – наиболее высокая степень соответствия критериям качества корпоративного управления. Заметим, что основным недостатком метода является отсутствие оценивания соблюдения прав участников корпоративного управления в ситуации, когда анализируемое предприятие неспособно приносить прибыль.

– Национальный индекс корпоративного управления (CG индекс), разработанный центром корпоративного развития Top Competence и МГУ им. Ломоносова при участии Московской биржи, оценивает 100 крупнейших национальных корпораций с наиболее высоким уровнем капитализации с учетом нормативов «Кодекса корпоративного управления». Индекс рассчитывается на основе общедоступной информации и анализа деятельности корпорации, учитывает менеджмент, внутренний контроль, управление рисками, стабильность и темпы развития, а также социальную ответственность компании [10].

Признавая в целом обоснованность сравнения критериев оценки с признанным эталоном, тем не менее, считаем, что в условиях российской дейст-

вительности и с позиций цели настоящего исследования рейтинговые методы не в полной мере целесообразно использовать.

На наш взгляд, более адекватными аналитическим целям являются методы второго подхода. Наиболее ярким его примером является метод Управляющей компании «Арсатера» [11]. Его отличают несколько преимуществ. Во-первых, возможность сравнить между собой большой пул эмитентов. Во-вторых, возможность оценки не только настоящего уровня качества корпоративного управления того или иного эмитента, но и выявления прогнозного вектора изменения этого качества. В-третьих, что нам представляется особенно важным в контексте поставленной в настоящем исследовании цели, метод позволяет получить интегральную оценку корпоративного управления целой отрасли. И, наконец, в-четвертых, с его помощью аналитик может выявить с достаточной степенью детализации сильные и слабые стороны системы корпоративного управления любой компании.

Полагаем, что методы третьего подхода с точки зрения целей настоящей работы рассматривать нецелесообразно.

Методика «Арсатера», которую мы использовали для своих оценок, основана на балльной оценке компаний по 61-му критерию. Все критерии сгруппированы по степени важности на 5 основных групп. Первая отражает наиболее грубые нарушения в области корпоративного управления: в частности, это размывание долей в процессе допэмиссии (способы размещения; отклонение цены размещения от рыночной; объем допэмиссии), факты вывода чистой прибыли и активов из компании или неадекватная модель управления акционерным капиталом, факты выдачи займов по заниженным ставкам, ведущие к недополучению прибыли, наличие заниженных коэффициентов конвертации в ходе корпоративных реорганизаций, рейдерский захват, снижающий уровень корпоративного управления, делистинг акций и другие. Эта группа считается наиболее ответственной, с наивысшим коэффициентом значимости, равном 6-ти.

Вторая группа отражает менее грубые нарушения в области корпоративного управления (доля крупнейшего акционера или группы аффилированных лиц, раскрытие структуры собственников: суммарная доля акционеров, владеющих более 5 % в номинальном держании, наличие доступной регулярной финансовой отчетности, арест имущества по спорам, факты ареста акций компании за последние 3 года, судебные претензии по налогам, конфликт между крупными акционерами, владеющими на менее 25 % каждый, грубые нарушения устава в части выплаты дивидендов по привилегированным акциям и другие). Этой группе присвоен коэффициент 4.

Третья группа отражает средние по грубости нарушения в области корпоративного управления (наличие казначейских и квази-казначейских акций, в том числе, перекрестное владение; нарушение по главе 11.1 ФЗ «Об Акционерных обществах» (оферты для миноритариев) и предоставление заниженных коэффициентов конвертации; наличие доли голосующих акций государства, государственных компаний, в том числе и дочерних обществ, в которых они имеют долю (50 %+1) или право «золотой акции»; наличие профессиональных директоров и другие). Коэффициент важности этой группы равен 3-м.

Четвертая группа отражает незначительные по грубости нарушения в области корпоративного управления, кроме того, критерии, положительно характеризующие корпоративное управление компании. Ее коэффициент важности равен 2-м.

Наконец, пятая группа отражает наименее грубые нарушения в области корпоративного управления (такие как Положение об инсайдерской информации или соответствующий раздел в других внутренних документах, структура исполнительных органов, наличие документа, регламентирующего деятельность исполнительных органов, помимо Устава, наличие документа об информационной политике, язык предоставления отчетности МСФО, наличие в Уставе ограничений на количество акций, наличие привилегированных акций в структуре уставного капитала компании, доступ к годовому отчету компании, доступ к протоколам заседаний Совета Директоров и другие), этой группе присвоен коэффициент 1.

Итоговый балл демонстрирует качество корпоративного управления в компании. Впоследствии оценка может быть интерпретирована в специальную премию за риск некачественного корпоративного управления, которая является частью вычисления ставки дисконтирования для оценки эффективности проектов инвестирования средств в компанию.

Проведенная оценка объектов настоящего исследования в разрезе групп показателей качества корпоративного управления представлена на рис. 1. Как видно, ПАО «МТС» по всем группам показателей опережает остальные объекты исследования. ПАО «Башнефть» обладает наименьшими показателями, за исключением второй по значимости группы коэффициентов, где его показатели равны показателям ПАО «МТС». Третий объект исследования – ПАО «Транснефть» – демонстрирует срединное положение среди объектов исследования.

Оценку финансового положения объектов исследования мы провели традиционными методами: с помощью укрупненных методик вертикального, горизонтального и коэффициентного методов анализа. Период анализа – 6 лет, с 2014 по 2019 годы. Информация для анализа получена из базы данных СПАРК. Коротко остановимся на полученных результатах.

Анализ финансового состояния ПАО «Транснефть» выявил практически полное отсутствие у предприятия финансовой устойчивости (рис. 2), низкую рентабельность и платежеспособность, невысокий уровень интенсивности основной деятельности.

В целом, состояние ПАО «Транснефть» можно охарактеризовать как предбанкротное, а его деятельность как низкоэффективную. Тем не менее, в 2019 году предприятие продемонстрировало положительную динамику показателей финансового состояния, что с некоторой долей осторожности можно интерпретировать как появление перспектив улучшения последнего.

Анализ финансового состояния ПАО «Башнефть» выявил достаточно высокий уровень его финансовой устойчивости (рис. 3), высокий уровень ликвидности при относительно низкой рентабельности (что, в принципе, в порядке вещей), высокую интенсивность основной деятельности.

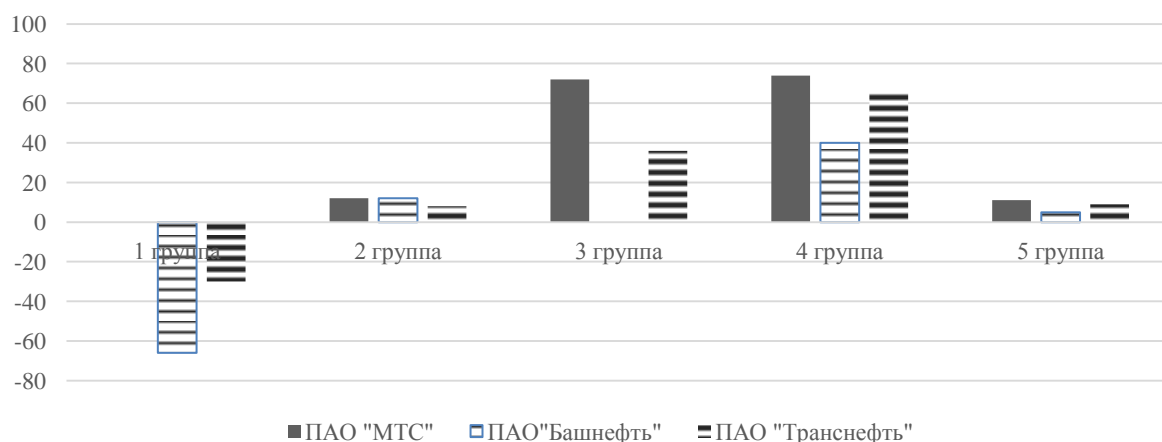


Рис. 1. Соотношение итоговых значений по каждой группе показателей качества корпоративного управления объектов исследования

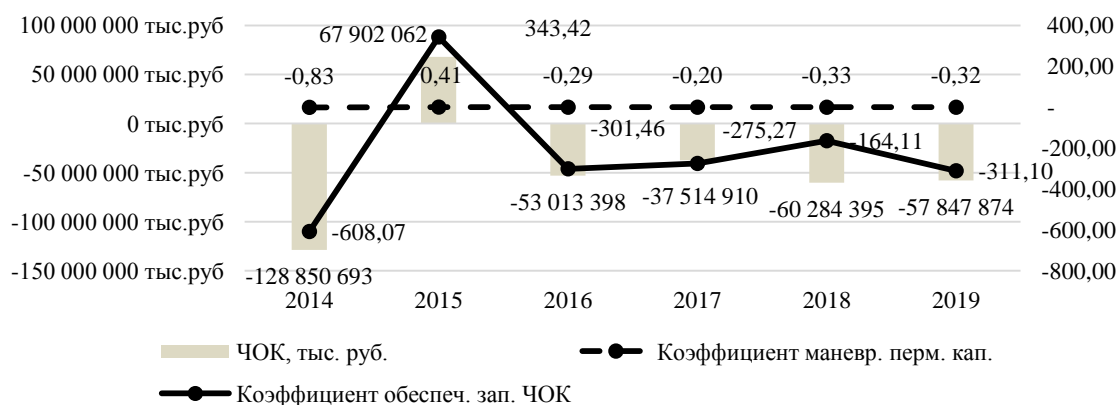


Рис. 2. Динамика чистого оборотного капитала, коэффициента маневренности перманентного капитала и коэффициента обеспеченности запасов чистым оборотным капиталом ПАО «Транснефть» за 2014–2019 гг.

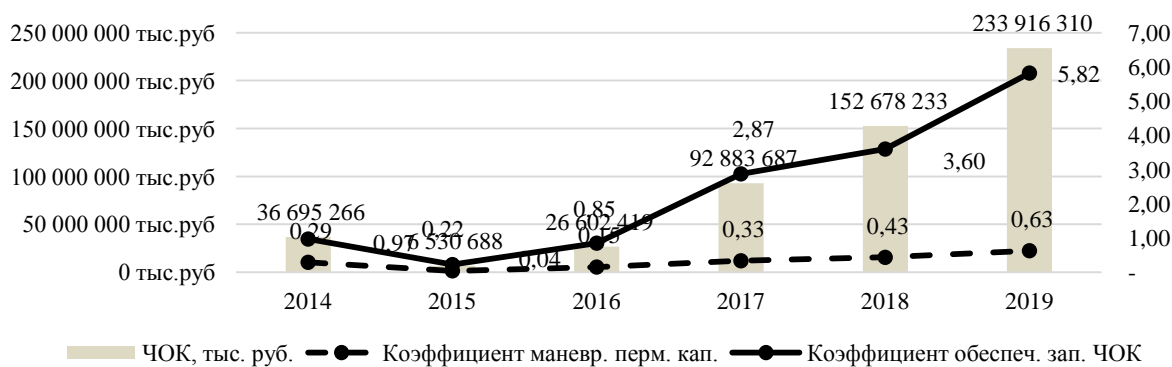


Рис. 3. Динамика чистого оборотного капитала, коэффициента маневренности перманентного капитала и коэффициента обеспеченности запасов чистым оборотным капиталом ПАО «Башнефть» за 2014–2019 гг.

Однако понижающая тенденция практически всех групп показателей свидетельствует о негативных перспективах компании, хотя даже в неудачном для предприятия 2019 году оно все еще обгоняет по показателям схожее по отрасли ПАО «Транснефть».

Результаты анализа финансового положения третьего объекта исследования – ПАО «МТС» – свидетельствуют о низкой эффективности его деятельности и практически предбанкротном положении. При этом компания демонстрирует значительную финансовую неустойчивость (рис. 4), низкую рентабельность и ликвидность, однако высокую интенсивность основной деятельности.

Таким образом, финансовый анализ обнаружил лучшие, среди выборки, результаты эффективности и качества финансового состояния компании ПАО «Башнефть» – практически все группы показателей находятся в пределах нормативных значений или демонстрируют стабильный рост в динамике. Чуть хуже себя проявило ПАО «Транснефть» – далеко не все его показатели достигают нормативных значений, однако в последние годы наблюдается положительная тенденция их изменений. Худшее финансовое состояние среди ис-

следуемых предприятий было выявлено у ПАО «МТС» – значительная часть рассматриваемых показателей находится далеко за пределами нормативного диапазона, причем их значения ухудшаются с каждым годом.

При решении задачи выявления взаимосвязи качества корпоративного управления и финансового положения корпорации следует учесть, что экономические составляющие хозяйственной деятельности компаний являются следствием множества факторов, на них влияющих, при этом, чаще всего, каждый отдельно взятый фактор не способен определить исследуемое явление полностью. Анализ возможных инструментов, способных решить эту задачу, показал, что с ней наилучшим образом справится множественный регрессионный анализ. Как известно, этот анализ является продолжением парного регрессионного анализа в тех случаях, когда результирующий показатель связан с более, чем одной переменной [12].

В качестве исходных данных для расчета множественного регрессионного анализа были отобраны интегральные показатели качества корпоративного управления исследуемых корпораций за период с 2014 по 2019 г. и основные показатели,

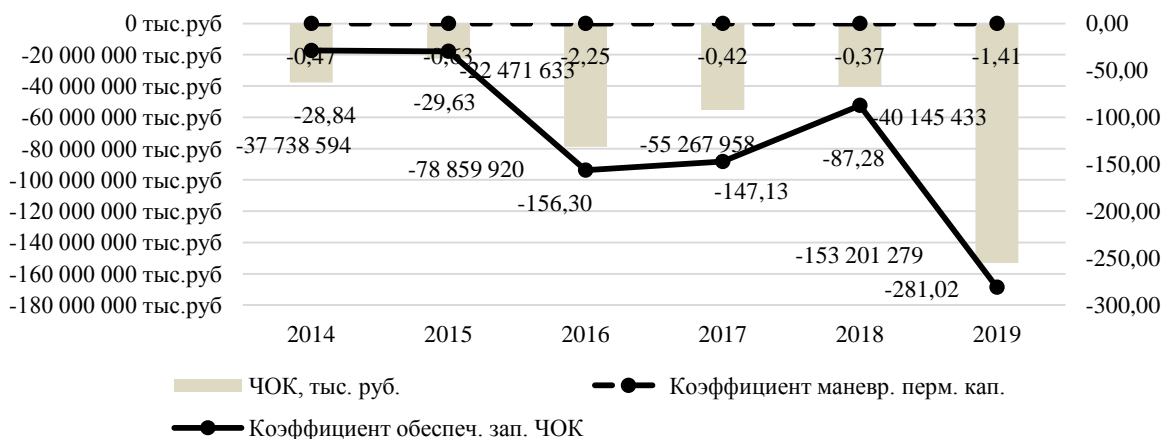


Рис. 4. Динамика чистого оборотного капитала, коэффициента маневренности перманентного капитала и коэффициента обеспеченности запасов чистым оборотным капиталом ПАО «МТС» за 2014–2019 гг.

полученные в ходе анализа финансового состояния этих корпораций.

В результате объединения этих данных была получена выборка, представляющая собой матрицу, в которой в качестве зависимой переменной представлен интегральный показатель качества корпоративного управления ( $Y$ ), а в качестве факторов, на него влияющих – основные финансовые показатели: рентабельность продаж ( $X_1$ ), рентабельность активов ( $X_2$ ), рентабельность собственного капитала ( $X_3$ ), коэффициент автономии ( $X_4$ ), коэффициент оборачиваемости активов ( $X_5$ ), коэффициент текущей ликвидности ( $X_6$ ).

Полученное уравнение множественной регрессии представлено в формуле:

$$Y = f(\beta, X) + \varepsilon, \quad (1)$$

где  $X = X(X_1, X_2, \dots, X_m)$  – вектор объясняющих переменных;  $\beta$  – вектор параметров (подлежащих определению);  $\varepsilon$  – случайная ошибка (отклонение);  $Y$  – зависимая (объясняемая) переменная.

Теоретическое линейное уравнение множественной регрессии может быть представлено в виде:  $Y = \beta_0 + \beta_1 \cdot X_1 + \beta_2 \cdot X_2 + \dots + \beta_m \cdot X_m + \varepsilon$ , (2) где  $\beta_0$  – свободный член, определяющий значение  $Y$ , если все объясняющие переменные  $X_j$  равны 0.

Эмпирическое уравнение множественной регрессии может быть представлено в виде:

$$Y = b_0 + b_1 \cdot X_1 + b_2 \cdot X_2 + \dots + b_m \cdot X_m + e, \quad (3)$$

где  $b_0, b_1, \dots, b_m$  – оценки теоретических значений  $\beta_0, \beta_1, \beta_2, \dots, \beta_m$  коэффициентов регрессии (эмпирические коэффициенты регрессии);  $e$  – оценка отклонения  $\varepsilon$  [13].

Оценка параметров уравнения регрессии проведена с помощью метода наименьших квадратов и представлена в формуле:

$$Y = 118,4451 + 196,454 \cdot X_1 + 211,4098 \cdot X_2 - 25,852 \cdot X_3 - 137,9324 \cdot X_4 - 64,6516 \cdot X_5 - 15,9659 \cdot X_6. \quad (4)$$

Применяемые в уравнении множественной регрессии факторы должны отвечать следующим требованиям.

1. Эти факторы должны быть количественно измеримы. При необходимости включения в модель не имеющего количественного измерения фактора необходимо придать такому фактору количественный определитель.

2. Каждый включаемый фактор должен обладать достаточно тесной связью с результирующей переменной.

3. Отбираемые факторы не должны иметь между собой сильной корреляции, тем более, находиться в строгой функциональной связи, иными словами, они не должны быть интеркоррелированы. К интеркоррелированности факторов относят мультиколлинеарность – тесную линейную связь между факторами.

Расчет коэффициентов парной корреляции показал, что наибольшей корреляцией обладают коэффициенты автономии ( $X_4$ ) и оборачиваемости активов ( $X_5$ ), коэффициент автономии ( $X_4$ ) и коэффициент текущей ликвидности ( $X_6$ ). Значение коэффициента их корреляции  $|r| > 0,7$ , что свидетельствует о мультиколлинеарности этих факторов и служит основанием для исключения одного из них из дальнейшего анализа.

После расчета парных коэффициентов корреляции был произведен расчет множественного коэффициента корреляции, который дал возможность определить тесноту совокупной связи факторных переменных и результирующего показателя. В отличие от парных коэффициентов, он принимает значения от 0 до 1, где значения, близкие к 0, говорят о слабой связи, и наоборот, значения, близкие к 1 – о наличии тесной связи между факторами и результатом. Расчет произвели формуле:

$$R = \sqrt{1 - \frac{s_\varepsilon^2}{\sum(y_i - \bar{y})^2}} = \sqrt{1 - \frac{6044,459}{55487,11}} = 0,944. \quad (5)$$

Значение 0,944 говорит о весьма тесной взаимосвязи результирующей переменной (качество корпоративного управления) и факторных переменных (показатели финансового состояния).

Подтверждение полученного результата было выполнено с помощью матрицы парных коэффициентов корреляции:

$$R = \sqrt{1 - \frac{\Delta_r}{\Delta_{r11}}}, \quad (6)$$

где  $\Delta_r$  – определитель матрицы парных коэффициентов корреляции;  $\Delta_{r11}$  – определитель матрицы межфакторной корреляции.

$$R = \sqrt{1 - \frac{0,00123}{0,0113}} = 0,944. \quad (7)$$

Полученное значение подтверждает предположение о наличии сильной взаимосвязи качества корпоративного управления компании и ее финансового состояния.

На заключительном этапе исследования множественной регрессии произведена проверка общего качества уравнения. Последнее осуществлено с помощью проверки гипотезы о равенстве нулю коэффициента детерминации, рассчитываемого по данным генеральной выборки. Для проверки был использован F-критерий Фишера [14].

Значение F-критерия ( $F_{кр}$ ) найдено по таблицам распределения Фишера-Снедекора, для чего был задан уровень значимости  $\alpha$  (обычно его берут равным 0,05) и рассчитаны два числа степеней свободы.

Коэффициент детерминации был рассчитан следующим образом:

$$R^2 = 1 - \frac{s_{\varepsilon}^2}{\sum(y_i - \bar{y})^2} = 1 - \frac{6044,459}{55487,11} = 0,8911. \quad (8)$$

С помощью F-статистики распределения Фишера была проверена гипотеза об одновременном равенстве нулю всех коэффициентов уравнения регрессии при наличии объясняющих переменных. Получено, что фактическое значение F превышает его критическое значение, следовательно, есть основания утверждать, что коэффициент детерминации статистически значим, а уравнение множественной регрессии статистически надежно, то есть определяющие коэффициенты совместно значимы.

В результате расчетов было получено следующее уравнение множественной регрессии:

$$Y = 118,4451 + 196,454X_1 + 211,4098X_2 - 25,852X_3 - 137,9324X_4 - 64,6516X_5 - 15,9659X_6. \quad (9)$$

Статистическая значимость уравнения проверена с помощью коэффициента детерминации и критерия Фишера. Установлено, что в исследуемой ситуации 89,11 % общей вариабельности  $Y$  объясняется изменением факторов  $X_j$ . Другими словами, расчет уравнения множественной регрессии позволил рассчитать значение корреляции качества корпоративного управления предприятия и

его финансового состояния и доказать их сильную взаимосвязь.

### Обсуждение и выводы

Проведенное исследование позволило доказать наличие, на первый взгляд, неочевидной тесной взаимосвязи между качеством корпоративного управления и финансовым состоянием предприятий. Полученные результаты свидетельствуют об обратной зависимости между уровнем корпоративного управления и уровнем финансового положения анализируемых компаний. С нашей точки зрения, это может быть объяснено ярким проявлением конфликта агентских отношений.

При низком уровне корпоративного управления менеджеры вводят в заблуждение существующих и потенциальных инвесторов, искажая финансовую отчетность и завышая, тем самым, уровень финансового положения компании, стремясь повысить ее инвестиционную привлекательность. Объяснением такого поведения является асимметричность информации. При этом следует заметить, что, прежде всего, такое положение касается миноритарных акционеров, поскольку в российской действительности достаточно часто мажоритарные собственники акций участвуют в управлении корпорацией и осведомлены о ее реальном состоянии.

Эти выводы могут быть использованы при оценке инвестиционной привлекательности корпораций и совершенствовании законодательной базы корпоративных отношений.

Результаты нашего исследования не совпадают с результатами исследователей, отрицающих наличие этой связи, либо считающих ее несущественной в условиях российских корпоративных отношений. Полагаем, что такое несоответствие можно объяснить тем фактом, что наша работа выполнена на основе наиболее актуальных данных, отражающих достаточно серьезные изменения, происходящие сегодня на финансовых рынках. По оценке [15], число инвесторов физических лиц на Московской бирже в 2020 году достигло 8,5 млн, при этом за последние годы наблюдается его стремительный рост, что неизбежно ведет к усилению конфликта агентских интересов.

### Литература

1. Berle, A. The Modern Corporation and Private Property / A. Berle, G. Means. – N.Y.: Transaction Publishers, 1932. – 380 p.
2. Дженсен, М.К. Теория фирмы: поведение менеджеров, агентские издержки и структура собственности / М.К. Дженсен, У.Х. Меклинг // Вестник С.-Петербурга. университет. Сер. Менеджмент. – 2004. – № 4. – С. 118–191.
3. Cadbury, A. The report of the Committee on the financial aspect of corporate governance / A. Cadbury. – L.: Gee and Co., 1992.



4. Бандалюк, О.В. Корпоративное управление: вопросы практики и оценки российских компаний / О.В. Бандалюк, И.В. Березинец, А.В. Бухвалова. – СПб.: Высшая школа менеджмента, 2012. – 328 с.
5. Кузьмина, Е.Ю. Факторы и тенденции развития менеджмента / Е.Ю. Кузьмина, В.Г. Антонов // Вестник университета. – 2015. – № 3. – С. 90–93.
6. Волкова, Н.А. Формализация уровня корпоративного управления с учетом влияния на стоимость компании / Н.А. Волкова // Статистика и экономика. – 2013. – № 1. – С. 182–186.
7. Гизатуллин, А.В. Корпоративное управление, социальная ответственность и финансовая эффективность компании / А.В. Гизатуллин // Российский журнал менеджмента. – 2007. – №1. – С. 35–66.
8. Тычинская, Т.А. Качество корпоративного управления как фактор выбора структуры источников финансирования инвестиций / Т.А. Тычинская // Известия Уральского государственного университета. Сер. 3. Общественные науки. – 2010. – № 1 (73). – С. 46–58.
9. Киселев, К.М. Корпоративное управление как фактор повышения качества управления организацией: автореферат дис. ... канд. экон. наук: 08.00.05. / К.М. Киселев. – М., 2010. – 27 с.
10. Консалтинговая компания TopCompetence. – <http://topcompetence.ru/>
11. Исследование корпоративного управления в России. – [https://arsagera.ru/analitika/issledovanie\\_korporativnogo\\_upravleniya\\_v\\_rossii/analiz\\_sostoyaniya\\_korporativnogo\\_upravleniya/](https://arsagera.ru/analitika/issledovanie_korporativnogo_upravleniya_v_rossii/analiz_sostoyaniya_korporativnogo_upravleniya/)
12. Айвазян, С.А. Прикладная статистика. Основы эконометрики: учебник для вузов: в 2-х т. / С.А. Айвазян – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2013. – Т. 2. – 432 с.
13. Айвазян, С.А. Методы эконометрики / С.А. Айвазян – М.: Магистр: ИНФРА-М, 2010. – 512 с.
14. Гржибовский, А.М. Однофакторный линейный регрессионный анализ / А.М. Гржибовский // Экология человека. – 2008. – № 10. – С. 55–64.
15. 2020 – год частного инвестора. – <https://bcs-express.ru/novosti-i-analitika/2020-god-chastnogo-investora/>

**Вайсман Елена Давидовна**, доктор экономических наук, профессор кафедры «Финансовые технологии» Высшей школы экономики и управления, Южно-Уральский государственный университет (г. Челябинск), [vaismaned@susu.ru](mailto:vaismaned@susu.ru)

**Еремина Наталья Станиславовна**, магистрант кафедры «Финансовые технологии» Высшей школы экономики и управления, Южно-Уральский государственный университет (г. Челябинск), [eryominanatasha@gmail.com](mailto:eryominanatasha@gmail.com)

*Поступила в редакцию 26 апреля 2021 г.*

DOI: 10.14529/em210207

## RESEARCH ON THE RELATIONSHIP BETWEEN CORPORATE GOVERNANCE QUALITY AND THE FINANCIAL STATE OF CORPORATIONS

*E.D. Vaisman, N.S. Eremina*

*South Ural State University, Chelyabinsk, Russian Federation*

The purpose of the study is to empirically test the relationship between the quality of corporate governance of Russian corporations and their financial position. PJSC ANK Bashneft (a subsidiary of PJSC NK Rosneft), PJSC MTS and PJSC Transneft are taken as the research objects. Calculation of the multiple regression model and multiple correlation, obtained on the basis of regression equation, makes it possible to prove the existence of an inverse relationship between the quality of corporate governance and the financial condition of enterprises. This nature of dependence is explained by the manifestation of the conflict of agency relations and the asymmetry of information. With a low level of corporate governance, managers mislead existing and potential investors. They distort financial statements and inflate the level of the company's financial position.

**Keywords:** corporation, corporate governance, quality of corporate governance, agency relations, asymmetry of information, conflict of interest, analysis of the financial condition of a corporation.



## References

1. Berle A., Means G. *The Modern Corporation and Private Property*. N.Y., Transaction Publishers, 1932. 380 p.
2. Jensen M.K., Meckling W.H. [Firm theory: management behavior, agency costs, and ownership structure]. *Vestnik Sankt-Peterburskogo universiteta. Seriya Menedzhment* = Vestnik St. Petersburg University. Management, 2004, no. 4, p. 118–191. (in Russ.)
3. Cadbury A. *The report of the Committee on the financial aspect of corporate governance*. L., Gee and Co., 1992.
4. Bandaluyuk O.V., Berezinets I.V., Bukhvalova A.V. *Korporativnoe upravlenie: voprosy praktiki i ocenki rossijskikh kompanij* [Corporate governance: issues of practice and evaluation of Russian companies]. St. Petersburg, 2012, 328 p.
5. Kuzmina E.Yu., Antonov V.G. [Factors and trends in management development]. *Vestnik universiteta*, 2015, no. 3, pp. 90–93. (in Russ.)
6. Volkova N.A. [Formalization of the level of corporate governance, taking into account the impact on the company's value]. *Statistika i jekonomika* = Statistics and economics, 2013, no. 1, pp. 182–186. (in Russ.)
7. Gizatullin A.V. [Corporate governance, social responsibility and financial efficiency of the company]. *Rossiiskii zhurnal menedzhmenta* - Russian journal of management, 2007, no. 1, pp. 35–66. (in Russ.)
8. Tychinskaja T.A. [The quality of corporate governance as a factor in choosing the structure of investment financing sources]. *Izvestija Ural'skogo gosudarstvennogo universiteta. Obshchestvennye nauki* = Bulletin of the Ural State University. Social Sciences, 2010, no. 1(73), pp. 46–58. (in Russ.)
9. Kiselev K.M. *Korporativnoe upravlenie kak faktor povysheniya kachestva upravleniya organizacij* [Corporate governance as a factor in improving the quality of organization management: abstract of the dissertation of the Candidate of Economic Sciences: 08.00.05]. Moscow, 2010, 27 p.
10. *Konsaltingovaya kompaniya TopCompetence* [Consulting company Top Competence]. Available at: <http://topcompetence.ru/>
11. *Issledovanie korporativnogo upravleniya v Rossii* [Corporate Governance Research in Russia]. Available at: [https://arsagera.ru/analitika/issledovanie\\_korporativnogo\\_upravleniya\\_v\\_rossii/analiz\\_sostoyaniya\\_korporativnogo\\_upravleniya/](https://arsagera.ru/analitika/issledovanie_korporativnogo_upravleniya_v_rossii/analiz_sostoyaniya_korporativnogo_upravleniya/)
12. Ayvazyan S.A. *Prikladnaya statistika. Osnovy jekonometriki* [Applied statistics. Fundamentals of Econometrics]. Moscow, 2013, 432 p.
13. Ayvazyan S.A. *Metody jekonometriki* [Methods of econometrics]. Moscow, 2010, 512 p.
14. Grzhibovskij A.M. [One Way Linear Regression Analysis]. *Jekologija cheloveka* = Human Ecology, 2008, no. 10, pp. 55–64. (in Russ.)
15. *2020 – god chastnogo investora* [2020 – the year of the private investor]. Available at: <https://bcs-express.ru/novosti-i-analitika/2020-god-chastnogo-investora/>

**Elena D. Vaisman**, Doctor of Sciences (Economics), Professor at the Department of Financial Technology, School of Economics and Management, South Ural State University, Chelyabinsk, [vaismaned@susu.ru](mailto:vaismaned@susu.ru)

**Natalia S. Eremina**, Master's degree student at the Department of Financial Technology, School of Economics and Management, South Ural State University, Chelyabinsk, [eryominatasha@gmail.com](mailto:eryominatasha@gmail.com)

*Received April 26, 2021*

---

## ОБРАЗЕЦ ЦИТИРОВАНИЯ

Вайсман, Е.Д. Исследование взаимосвязи качества корпоративного управления и финансового состояния корпораций / Е.Д. Вайсман, Н.С. Еремина // Вестник ЮУрГУ. Серия «Экономика и менеджмент». – 2021. – Т. 15, № 2. – С. 58–66. DOI: 10.14529/em210207

## FOR CITATION

Vaisman E.D., Eremina N.S. Research on the Relationship Between Corporate Governance Quality and the Financial State of Corporations. *Bulletin of the South Ural State University. Ser. Economics and Management*, 2021, vol. 15, no. 2, pp. 58–66. (in Russ.). DOI: 10.14529/em210207