

УДК 338.242

Роль корпоративного риск-менеджмента в снижении последствий инвестиционной близорукости

Канд. экон. наук **Макарова В.А.** vmakarova@hse.ru

Кальченко А.В. avkalchenko@edu.hse.ru

Пацей Л.А. lapatsey@edu.hse.ru

Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики»
194100, Россия, Санкт-Петербург, ул. Кантемировская, д.3, к.1., лит. А.

В рамках настоящей работы на примере металлургической отрасли России исследовано явление шорт-термизма как фактора, препятствующего созданию долгосрочной стратегии. Раскрытие факторов распространения и укрепления развития краткосрочной политики происходит в теоретической части данной работы сквозь призму рассмотрения теории асимметрии информации. Помимо этого, в статье представлены средства, при помощи которых возможно нивелировать последствия негативного влияния шорт-термизма в свете теории риск-менеджмента, теории агентств и их инструментов. Практическая часть исследования сводится к изучению степени эффективности корпоративного риск-менеджмента на примере выборки компаний, а также эконометрическому анализу склонности компании к шорт-термизму. Значимой модели, демонстрирующей склонность менеджмента к шорт-термизму не получено, однако косвенная связь между последствиями шорт-термизма, выраженной в таком показателе как WACC и инструментами корпоративного управления рисками, базирующимися на теории риск-менеджмента, подтверждена. Таким образом, рассматривая явление шорт-термизма, в попытках получить достоверное понимание процессов стимулирующих его появление и факторов снижающих его присутствие в политике управления компании мы затронули теорию асимметрии информации, теорию агентских отношений, риск-менеджмента, как теорий тесно пересекающиеся и вытекающих одна из другой при изучении феномена инвестиционной близорукости.

Ключевые слова: инвестиционная близорукость, корпоративный риск-менеджмент, теория ассиметричной информации.

DOI: 10.17586/2310-1172-2018-11-3-61-75

How does corporate risk management mitigate the effects of investment myopia

Ph.D. Makarova V.A. vmakarova@hse.ru

Kalchenko A.V. avkalchenko@edu.hse.ru

Patsey L.A. lapatsey@edu.hse.ru

*National Research University «Higher School of Economics»
194100, Russia, St. Petersburg, st. Kantemirovskaya, 3, building 1, lit. A.*

Within the framework of the present work on the example of the metallurgical industry of Russia, the phenomenon of short-termism as a factor preventing the creation of a long-term strategy is studied. Disclosure of factors of distribution and strengthening of short-term policy development occurs in the theoretical part of this work through the prism of the theory of information asymmetry. In addition, the article presents the means by which it is possible to neutralize the consequences of the negative impact of short-termism in the light of the theory of risk management, the theory of agencies and their tools. The practical part of the study is reduced to the study of the degree of efficiency of corporate risk management on the example of a sample of companies, as well as econometric analysis of the company's tendency to short-termism. There is no significant model demonstrating the tendency of management to short-termism, but an indirect relationship between the effects of short-termism, expressed in such indicators as WACC and corporate risk management tools, based on the theory of risk management, is confirmed. Thus, considering the phenomenon of short-termism, in an attempt to get a reliable understanding of the processes that stimulate its appearance and the facts that reduce its presence in the company's management policy, we touched on

the theory of information asymmetry, the theory of Agency relations, risk management, as theories closely intersecting and arising from one another in the study of the phenomenon of investment myopia.

Keywords: investment myopia, corporate risk management, theory of asymmetric information.

Асимметрия информации как фактор возникновения шорт-термизма

Определение феномена асимметрии информации. Теория асимметричной информации была разработана в 1970–1980-х годах как логичное объяснение тех явлений, которые не могла объяснить экономика общего равновесия. Под термином «асимметричная информация» (так же допускается «несовершенная» или же «неполная») в микроэкономике подразумевается неравенство распределения информации между двумя участниками сделки. Неполноту имеющейся у приобретателя товара информации можно охарактеризовать следующим образом: потребитель знает лишь приблизительное качество товара на данном рынке, однако, качество индивидуальной единицы товара ему неизвестно. Полное знание о качестве товара имеет лишь его продавец. Таким образом, и возникает асимметрия информации на рынке любого товара.

Более доступно данный феномен можно описать, пользуясь теорией вероятности. Потребитель не имеет полной информации касательно качества товаров, он лишь знает какие типы качества существуют и в каком примерном соотношении они распространены на рынке. Тем самым, потребитель способен определить для себя оптимальную цену, которую он готов заплатить. Допустим, потребитель обладает уверенностью, что на рынке интересующего его товара, 40% всех товаров составляют высококачественные товары, а остальные 60% – низкокачественные. И здесь уместно будет сравнить покупку некоего товара с вытягиванием шара из урны. Покупатель, естественно, желает «вытянуть» качественный товар и готов за него заплатить P_1 , а за плохой товар P_2 . Путем простых исчислений, оптимальная цена получается равной математическому ожиданию, а именно $P^* = 0,4 \cdot P_1 + 0,6 \cdot P_2$. Важно отметить, что оптимальная цена напрямую зависит от долей качественных и некачественных товаров на рынке. То есть можно сказать, что чем больше доля «хороших» товаров на рынке, тем выше цена спроса.

Развития теории асимметрии информации. Первое упоминание проблемы асимметричности информации появилось в работе лауреата Нобелевской премии по экономике за 1972 год Кеннета Дж. Эрроу под названием «Неопределенность и экономика благосостояния здравоохранения», 1963 года. В ней автор говорит о наличии очевидной асимметрии информации между доктором и пациентом, которая образуется на основе разного уровня знаний в медицине. При этом оба, и доктор, и пациент, знают о существовании информационного неравенства, что влияет на окрас их отношений. Однако в данной работе Эрроу утверждает и то, что асимметрия информации присутствует всегда, однако, в большинстве случаев потребитель может иметь схожее, приближенное к действительности, представление о качестве продукта, как и его производитель [1, с. 941–973].

Уже в 1970 Джордж Акерлоф в своем труде «Рынок «лимонов»: неопределенность качества и рыночный механизм» значительно расширил понятие асимметрии информации на разных рынках и на примере доказал, что ее наличие способно вытеснить с рынка продавцов качественного товара, иначе говоря, породить отрицательный (регрессивный) отбор. Рассмотрев рынок «лимонов»¹, Акерлоф пришел к выводу, что при отсутствии разделения рынков для качественных и некачественных автомобилей, единый рынок функционирует неэффективно. Продавцы «лимонов» стремятся на рынок качественных автомобилей, цена которых превышает среднюю рыночную, и покупатель, не зная истинного качества индивидуального товара, отдаст предпочтение товару, устраивающего его в цене. Тем самым, «лимоны» постепенно вытесняют с рынка товары достойного качества. На данном примере, Акерлоф показал, как неравное распределение такого ресурса, как информация, может нарушить функционирование рынка. Помимо этого, в своей работе он также определил условия равновесия на рынках с асимметричной информацией [2, с. 488–500].

Кроме того, Джордж Акерлоф внес большой вклад в определение последствий асимметрии информации на различных видах рынков. Так, продолжая тему, затронутую Кеннетом Эрроу, были рассмотрены рынки страховых услуг, и доказано, что в любых видах страхования существует так называемый «неблагоприятный» или же «регрессивный» отбор. Далее внимание автора было обращено к экономическим процессам развивающихся стран, рассмотренных уже с учетом наличия асимметрии информации. Примером послужил рынок кредитования Индии в 1960-х годах. Кредиторы не имели возможности получить достаточную информацию о платежеспособности заемщиков из сельской местности, и дабы избежать себя от риска невыплаты, процентные ставки по кредитованию в сельской местности превышали городские почти вдвое [2, с. 488–500].

Также Акерлофом были описаны противодействующие институты, посредством которых уменьшаются последствия асимметрии информации. К таким институтам можно отнести гарантии, предоставляемые производителями, фирменные знаки, лицензирование и так далее. Все это способствует закреплению статуса высококачественного товара, помогает выделить его на рынке однородных товаров [2, с. 488–500].

¹ «Лимоны» – образное обозначение некачественных автомобилей в Америке.

Майкл Спенс продолжил изучение теории асимметрии информации, опубликовав в 1973 году свою статью «Сигнализирование на рынке труда». В данной работе Спенс описывает потенциальных работников как неопределенные инвестиции для фирм, так как работодатель не уверен в производственных возможностях при найме [4, с. 19–24].

Говоря конкретно о проблеме сигналов, Спенс делает предположение, что работодатели делят работников на две категории: работники с минимальным профессиональным образованием, которые имеют высокую производительность, и работники без образования, следовательно, с низкой производительностью труда. Отсюда следует, что при выборе работника фирма отдаст голос либо в пользу работника с низшей квалификацией и будет платить минимальную заработную плату, либо в пользу работника с наивысшей квалификацией и, соответственно, с таким же уровнем оплаты труда. Средний уровень квалификации не интересует работодателя ввиду того, что заработная плата не превысит минимальный порог, а повышение квалификации работников потребует дополнительных затрат, что явно невыгодно.

Логическим продолжением идей Акерлофа и Спенса стала статья Джозефа Стиглица в соавторстве с Майклом Ротшильдом «Равновесие на конкурентных страховых рынках: эссе об экономике несовершенной информации» 1976 года. В ней авторами рассматривался конкурентный рынок страхования. Основной проблемой является то, каким образом агенты, обладающие меньшим запасом информации, могут утвердить свои позиции и обезопасить свои компании от риска. Компании не обладают полной информацией, поэтому разделяют рынок услуг, а именно предлагают разным клиентам различные сочетания страховых премий и франшиз. Выдвинутая в данной статье модель предполагает, что покупатели страховых услуг абсолютно идентичны, за исключением присущего им уровня риска. Ввиду асимметрии информации на рынке страховые компании не обладают необходимым знанием об уровне риска каждого индивида, поэтому разделяют всех клиентов на «рискованных» – у которых вероятность наступления страхового случая достаточно высока, и «нерискованных» – с маленькой вероятностью наступления страхового случая. Таким образом, компании предполагают, что «рискованные» покупатели будут искать более широкие и дорогостоящие пакеты услуг, а «нерискованные» будут придерживаться менее дорогих вариантов [5, с. 629–649].

В ходе описания модели авторы установили, что вообще возможно наличие двух типов равновесия: групповое (смешанное), когда все покупают идентичные контракты, и разделительное, при котором клиенты с разным уровнем риска будут выбирать разные пакеты страховых услуг. Было установлено, что вариант группового равновесия не может быть соблюден. Таким образом, покупатели, относящиеся к различным группам риска, будут выбирать из двух видов контрактов. Однако, поскольку продавец не может точно оценить степень рискованности покупателя, то нет никакой гарантии, что тот или иной покупатель приобретет контракт, предназначенный конкретно для его уровня риска. Следовательно, на рынке страхования может и вовсе отсутствовать равновесие, и это отсутствие обуславливается в первую очередь несовершенством информации, которое не дает продавцам возможности точно оценивать долгосрочные последствия их решений.

Джозеф Стиглиц оказал огромное влияние на развитие теории асимметрии информации. В соавторстве со многими известными экономистами он описывал поведение различных рынков в условиях асимметрии информации. Так, например, совместно с Эндрю Вейссом, Стиглиц анализировал кредитные рынки под влиянием асимметрии информации. Было доказано, что, вопреки бытующему мнению, для минимизации потерь, связанных с невыплатой кредитов, банкам необходимо не повышать процентную ставку кредитования, а нормировать объем ссуд [6, с. 393–410]. Также, в соавторстве с Сэнфордом Гроссманом, Стиглиц описывал и поведение финансовых рынков в рамках наличия асимметрии информации. Ими было выдвинута гипотеза о том, что эффективного информационного равновесия не существует. Эта гипотеза была названа парадоксом Гроссмана-Стиглица и подразумевает, что в случае, если вся нужная информация находится в ценах на товары, то ни у кого не будет стимула использовать эту информацию [7, с. 393–408].

Исходя из вышесказанного, нельзя отрицать, что Акерлоф, Спенс и Стиглиц внесли большой вклад в создание и развитие теории асимметрии информации и способствовали исследованию рынков в условиях ее наличия.

Эффекты асимметрии информации. Асимметрия информации распространена крайне широко и присутствует предположительно на всех рынках. Однако, в некоторых случаях, эффекты данной проблемы минимальны и незначительны, а в других практически фатальны для рынка. Рассмотрим основные эффекты, порождаемые асимметрией информации.

1) *Неблагоприятный (регрессивный) отбор.* Данный эффект уже затрагивался при описании работ Дж. Акерлофа. Он заключается в том, что рано или поздно, под влиянием асимметричного распределения информации, товары хорошего качества будут вытеснены с рынка товарами низкого качества. Данное правило распространяется не только на товарные рынки, оно характерно и для рынка труда, финансового рынка и так далее. Более того, большая информационная осведомленность совершенно необязательно должна быть в пользу продавца. Так, например, на рынке страхования, как уже было показано ранее, приобретатель страховых услуг обладает более полной информацией о собственном уровне риска, нежели страховая компания. Иными словами, совершенно неважно, кто из участников сделки обладает большей полнотой информации, информационная

асимметрия приводит к нарушению эффективного функционирования рынка – происходит частичное или же полное вытеснение товаров хорошего качества. Ущерб от данного эффекта терпят как продавцы, так и потребители на всех затрагиваемых рынках [2, с. 488–500; 4, с. 19–24].

2) *Риск недобросовестности (так же известен как моральный риск)*. Данный эффект возникает в случае, когда сделки заключаются на относительный длительный срок. Риск недобросовестности обуславливается возможным изменением поведения одного из участников сделки после ее заключения, тогда как другой участник не в состоянии обеспечивать контроль поведения оппонента. К примеру, опытные страховые компании зачастую предполагают возможное изменение поведения клиента, и включают данный риск в размер страхового взноса, тем самым делая его дороже. В таком случае, данный эффект будет напоминать ранее описанный эффект регрессивного отбора. Кроме того, периодический контроль со стороны страховой компании зачастую подразумевается договором, например, при страховании жилья. Однако существуют ситуации, в которых контроль поведения не представляется возможным. К таким случаям можно отнести невозможность контроля вождения лица, застраховавшего свой автомобиль. Помимо примеров в сфере страхования, риск недобросовестного поведения особенно характерен для товаров или услуг с установленной абонентской платой. В данном случае недобросовестное поведение связано с желанием участников сделки максимизировать собственную прибыль, даже при условии, что их действия негативно сказываются на благосостоянии остальных.

3) *Проблема «принципал-агент»*. Проблема «принципал-агент» была развита в 1976 году в статье Майкла Дженсена и Уильяма Меклинга «Теория фирмы: управленческое поведение, агентских издержек и структуры собственности». Данная проблема возникает при наличии контрактных отношений между двумя сторонами сделки – принципалом, тот, кто отдает поручение, и агентом, который обязуется выполнить данное поручение. И принципалом, и агентом могут выступать как человек, так и фирма или даже некая государственная структура. Принципал обладает более высокой иерархической позицией, нежели агент, однако обладает меньшей информацией, то есть данная проблема явно вытекает из проблемы асимметрии информации. Принципал, поручая выполнение заданий агенту ввиду его большей осведомленности и наличия у него необходимых профессиональных навыков, фактически лишает себя возможности контроля над исполнением. И здесь вновь предполагается возможность возникновения риска недобросовестности со стороны агента, так как зачастую личные интересы двух сторон не совпадают. А так как у принципала нет возможности абсолютной проверки результатов, агенту представляется возможным скрыть фактический результат или же выдать его за единственный лучший из всех возможных, руководствуясь исключительно собственными интересами [8, с. 306–357].

Таким образом, ясно, что эффекты, порожденные асимметрией информации, значительно снижают общую эффективность рынка.

Асимметрия информации на финансовом рынке. В большей части исследований, описанных нами ранее, влияние асимметрии информации рассматривается на примере товарных рынков, рынков труда, страховых услуг и так далее. Однако для нашей работы важным является описание финансового рынка с учетом присутствия асимметрии информации.

Финансовый рынок регулярно сталкивается с проблемой преодоления неопределенности. Под неопределенностью на данном рынке можно понимать недостаточность знаний (информации) участников сделок о своих контрагентах, что влечет за собой информационную асимметрию. Ее присутствие на рынке, как уже было сказано, ведет к возникновению таких сложностей, как проблемы неблагоприятного отбора и риску недобросовестности. В данном пункте будет рассмотрено проявление данных эффектов конкретно на финансовом рынке.

Как известно, проблема регрессионного отбора возникает до момента заключения сделки, а именно при поиске контрагента. В данном случае вновь можно обратиться к рынку «лимонов» Акерлофа, однако уже в контексте рынков ценных бумаг. В качестве продавца и покупателя будут выступать фирмы и инвесторы. «Лимонами», как можно догадаться, являются акции фирм с низкой ожидаемой прибылью и высоким риском. Следовательно, инвестор, намеренный вложить средства в покупку ценных бумаг, например акций, будет оценивать их стоимость исходя из цены, которая отражает среднее качество фирм, выпускающих ценные бумаги, т.е. цену, которая лежит между стоимостью ценных бумаг «плохих» фирм и стоимостью ценных бумаг «хороших» фирм. В результате, фирмы с высокой доходностью и низким риском останутся недооцененными и откажутся продавать свои акции по цене меньше действительной. Тогда на рынке ценных бумаг останутся только «плохие» фирмы, однако, обладая хотя бы минимальными знаниями о состоянии потенциального контрагента, инвестор откажется сотрудничать с фирмами с низкой доходностью [2, с. 488–500].

Не возникает разницы, если вместо акций инвестор захочет приобрести облигации. В основном приобретение облигаций инвесторами совершается лишь в случае, если процент по ним сможет покрыть среднюю величину риска ее невыплаты. Таким образом, заемщики с хорошей кредитной историей и высокой платежеспособностью откажутся заимствовать на таких условиях, и лишь фирмы, не имеющие возможности выбора и обладающие высоким риском дефолта, согласятся на такой процент. Данные примеры, конечно, упрощены, однако становится очевидным тот факт, что при наличии асимметрии информации эффективность

финансового рынка сильно уменьшается, так как лишь очень небольшое число фирм сможет продавать на нем свои ценные бумаги. Подобные рассуждения вносят ясность в вопрос о том, почему ценные бумаги не могут служить основным источником финансирования компании. Причиной тому является асимметрия информации, влекущая за собой проблему «лимонов», лишаящая рынок возможности выгодного обмена средствами между лицами, имеющими сбережения и заемщиками.

Риск недобросовестности заемщика возникает после осуществления сделки. Проявляется он, например, в том, что уже после получения кредита, заемщик вкладывает эти средства в слишком рискованные мероприятия. Или если рассматривать пример покупки акций, то продавец этих акций после заключения сделки имеет склонность к недобросовестному исполнению обязательств и сокрытию этого факта от покупателя, то есть акционера. Именно акции наиболее подвержены риску недобросовестности, что вновь восходит к проблеме «принципал-агент». Фактическое управление фирмами возлагается на наемных менеджеров, иначе агентов, а не на акционеров – принципалов. Подобное разделение приводит к тому, что собственные интересы владельцев и управленцев сильно отличаются. Акционеры стремятся к максимизации текущей прибыли, подразумевающей уменьшение затрат, тогда как менеджеры действуют исходя из интереса увеличения стоимости компании на рынке, что зачастую требует крупных долгосрочных инвестиций. Из вышеописанных целей проистекает стремление менеджеров скрыть или исказить предоставляемую финансовую отчетность с целью увеличения долгосрочных расходов, например, на НИОКР или рекламу. Менеджеры пытаются достичь данных целей, не уведомляя акционеров, чтобы не встретить сопротивления. Все это и порождает проблему асимметрии информации, которая несет в себе зерно зарождения и развития шорт-термизм направленной политики корпоративного управления компании.

Шорт-термизм и его последствия

Природа шорт-термизма и причины его возникновения. Прежде всего, стоит понять, что представляет собой понятие шорт-термизм (shorttermism). Первые исследования и проявленный интерес к данной теме можно связать с выходом работы Мартина Липтона 1979 года. В связи с этим утверждать о новизне данной темы не представляется возможным, но само понятие шорт-термизм трансформировалось с течением времени, и многие экономисты вкладывали в него значения разных оттенков. Лучшим и наиболее подходящим, по нашему мнению, определением является определение, данное в отчете Института корпоративной этики Business Roundtable за 2006 год. По их мнению, шорт-термизм – это излишнее сконцентрированное внимание инвесторов и аналитиков компаний на краткосрочной ежеквартальной прибыли или недостаточное внимание, уделяемое фундаментальным основам долгосрочной стратегии, направленной на увеличение стоимости компании на рынке. Экономисты Гарвардской бизнес школы в своей работе придерживаются схожих взглядов, считая, что шорт-термизм – тенденция к действиям, направленным на максимизацию прибыли и увеличение цен на акции компании в краткосрочном периоде (до года) в противовес стратегии, направленной на повышение стоимости самой компании на рынке в долгосрочной перспективе. Основная озабоченность, выраженная в вышеуказанной работе, заключается в том, что одержимость краткосрочными результатами компании приводит к непредвиденным последствиям, разрушающим долгосрочное образование стоимости компании, снижению эффективности всего рынка, снижению доходности инвестиций и препятствию эффективному управлению капиталом компании со стороны ее менеджеров [10, с. 35–101; 11].

Среди теоретиков корпоративного управления присутствует негласное соглашение в вопросе того, что все рынки, так или иначе, являются шорт-термизм направленными. Образованию высокой цены компании и прочной долгосрочной стратегии на увеличение устойчивости способствуют инвестирование в научно-исследовательские и опытно-конструкторские работы, вложение в капитальные затраты и т.д., то есть вложения, отдача от которых ожидается только в долгосрочной перспективе (более одного года). Очевидно, что данный вид стратегии должен поддерживаться управляющими капиталом, но инвесторы всегда будут хотеть прибыли в короткие сроки. Возвращаясь к вопросу об ущербе, наносимом шорт-термизмом эффективному функционированию рынка, необходимо вспомнить работу Вильямсона, в которой он доказывает, что в долгосрочной перспективе рынок сам находит равновесие между максимизацией прибыли в краткосрочной перспективе и финансированием в долгосрочные проекты. Вильямсон придерживается мнения, что управляющие компании всегда осознают необходимость развития для сохранения компании на рынке, что невозможно сделать без вложений в развитие. Напротив, в более поздней работе Пэлли, доказывается противоположенная гипотеза, основанная на осознании менеджеров компаний факта того, что они могут и не застать момент возврата долгосрочных вложений. Следуя этой логике можно заключить, что менеджеры будут стремиться к увеличению собственного дохода путем максимизации краткосрочной прибыли компании [13, с. 71; 14, с. 5; 16, с. 64; 17, с. 547; 25, с. 412–431].

Например, в другом исследовании паевых рынков Ли Джин показывает, что менеджеры этих фондов крайне стимулированы к выполнению краткосрочных задач, стоящих перед компанией, поскольку как доходы менеджера компании, так и решение о его смене происходят на основе результатов краткосрочной эффективности. Гипотеза о зависимости методов вознаграждения и сроков работы менеджеров компаний будет

рассмотрена чуть позже в этой главе. В работе было также замечено, что управляющие фондами, которые сталкиваются с более высоким уровнем давления со стороны инвесторов, которое направлено на достижение ежеквартальных результатов, были более ориентированы на краткосрочные инвестиции из-за коротких горизонтов интереса своих инвесторов, а никак не наоборот. Отсюда мы приходим к выводу о том, что проблема шорт-термизма не рождается только вследствие давления инвесторов: менеджеры также являются стимулирующим фактором развития шорт-термизма. Таким образом, причины возникновения данной проблемы лежат как в поведении акционеров, которые нацелены на максимизацию ежеквартальной прибыли, так и в поведении менеджеров, что в совокупности ведет к принятию фатальных корпоративных решений. В целом, можно заключить, что как организационные, так и индивидуальные стимулы являются важными детерминантами возникновения шорт-термизма [18, с. 14–28].

Если рассматривать проблему с управленческой точки зрения, можно сделать вывод, что распространенность и высокий уровень асимметрии информации (ситуации, при которой инвесторы не имеют достаточной информации о долгосрочных перспективах компании, так как менеджеры используют текущие показатели, чтобы показать ситуацию эффективного использования ресурсов компании) усложняет проблему. В не столь давней работе, опубликованной в журнале «Бухгалтерия и экономика», проводился опрос более 400 топ-менеджеров корпораций. Согласно полученным результатам, четыре из пяти менеджеров подтвердили, что они бы сократили расходы на научно-исследовательские и опытно-конструкторские работы, рекламу или другие долгосрочные инвестиции в пользу достижения краткосрочной прибыли. Больше половины респондентов заявили, что они могли бы отменить новые долгосрочные дорогостоящие проекты, даже если бы это уменьшало цену компании в долгосрочной перспективе. Большинство из них придерживалось политики «Ежеквартальная прибыль во избежание ситуации удешевления акций на рынке» [19, с. 40].

Система вознаграждения менеджеров как способ предотвращения возникновения шорт-термизма.

Рассматривая проблему шорт-термизма нельзя не упомянуть ряд исследований Дженсона, посвященных проблематике теории агентств и системе вознаграждений менеджеров: первая статья в соавторстве с Мэклингом, вторая в соавторстве с Фама, третья с Мерфи. В этих статьях Дженсен вместе со своими коллегами заостряет внимание на том, как необходимо платить менеджерам для повышения эффективности и максимальной отдачи, а не сколько. Джонсон систематизировал в своих работах схемы выплат вознаграждений менеджеров. Согласно описанным схемам, управляющие капиталом получают базовую фиксированную заработную плату, годовой бонус (по результатам бухгалтерской и финансовой отчетности), долгосрочные стимулирующие виды выплат (ограниченные опционы на акции, привязанные к многолетним бухгалтерским планам и программам выхода на пенсию). Другими словами, Джонсон с коллегами пришли к выводу, что способы выплаты заработной платы топ-менеджерам корпораций напрямую влияют на избираемую ими политику: если выплаты зависят от краткосрочных результатов компании, то управляющие, стремясь предоставить требуемые инвесторам бухгалтерские и финансовые результаты, выбирают политику, направленную на шорт-термизм. Напротив, если выплаты менеджерам зависят от будущих долгосрочных результатов компании, они делают выбор в сторону долгосрочного развития. Тем не менее, в работах подчеркивается необходимость сохранения как вознаграждения за краткосрочные результаты, так и за долгосрочное развитие и увеличение цены компании в будущем [20, с. 305; 21, с. 301; 22, с. 225].

Мы допускаем, что вероятнее всего, необходимо найти баланс, равновесие между двумя этими основными типами выплат, чтобы не возникла ситуация, при которой менеджер упускает из вида два основных показателя компании – цену акции компании и краткосрочную выручку. Менеджеры должны быть хорошо вознаграждены высоколиквидными средствами, и что более важно, получить собственную прибыль, которая должна напрямую зависеть от долгосрочной прибыли предприятия, чтобы дать им возможность чувствовать себя подобными акционерам компании [25, с. 412–431].

Шорт-термизм в контексте теории агентств. Говоря о связи теории агентств и шорт-термизма, нельзя не вспомнить фундаментальных столпов теории агентств. Теория агентских отношений берет свои истоки в начале 1970 годов из работ Джорджа Акерлофа и Майка Спенса, о которых мы упоминали ранее, говоря о теории асимметрии информации. Теория агентства предполагает, что агенты ведут себя экономически рационально, рынки капитала эффективны, цены акций отражают всю имеющуюся информацию, а менеджеры будут рационально реагировать на стимулы, предлагаемые в рамках схем выплат и других мер управления корпорацией. Как упоминалось ранее, акционеры выступают в качестве принципалов, а менеджеры в качестве агентов. Понятно, что основная цель каждого акционера – максимизация своей прибыли путем увеличения цен акций компании. Для достижения данного результата в арсенале акционеров есть достаточно рычагов давления и лоббирования своих интересов при принятии корпоративных решений. Сама проблема шорт-термизма, как уже говорилось ранее, возникает вследствие стремления акционеров достигнуть максимально возможных краткосрочных результатов, что может расходиться с целями менеджеров. Сам факт предоставления акционерами возможности права принятия решений менеджерам, создает потенциальный конфликт интересов, который и рассматривает теория агентств [4, с. 19–24].

Так, опираясь на преобладающее мнение среди экономистов, например, Вилсмита, выраженное в его работе «Управленческие теории фирм», о том, что управляющие капиталом компании – менеджеры (агенты) прежде всего стремятся к увеличению размеров фирм. Таким образом, и возникает конфликт интересов акционеров (принципалов), которые стремятся к увеличению собственной прибыли в краткосрочном периоде, что влечет за собой возникновение феномена шорт-термизма и менеджеров, которые, как уже упоминалось, стремятся к увеличению размеров фирмы. Вновь обратимся к схемам выплат, их последствия и стимулы, которые они несут для менеджеров [23, с. 43].

Говоря о балансе краткосрочных и долгосрочно направленных стимулов, стоит выделить некоторые риски, которые несет в себе каждая схема выплат. Система стимулирования, основанная на финансовых и бухгалтерских показателях компании. Было бы логично привязать значение вознаграждения к результатам деятельности компании. Одной из таких возможностей являются *фондовые опционы*, которые дают возможность менеджеру купить акции компании по определенной, заранее оговоренной цене в определенный момент времени в будущем. Суть стимула в том, что менеджер будет стремиться увеличить цену акций компании, стремясь увеличить разрыв между заранее оговоренной ценой (опционом) и рыночной стоимостью в свою пользу. Данный вид стимулирования, конечно, снижает возможность развития шорт-термизма, но несет в себе несколько ожиданий, которые не всегда истинно могут быть реализованы. Крайне иронично, что эти опционы могут не отражать реальных результатов работы менеджеров. Так, можно допустить две крайние ситуации несоответствия: во-первых, при общем снижении процентных ставок в стране, курсы акций могут повышаться даже в компаниях, в которых менеджеры не достигают поставленных перед ними задач. А во-вторых, на фондовом рынке возможна, например, ситуация снижения деловой активности и как следствие снижение цен на акции даже тех компаний, менеджеры которых превосходно справлялись с поставленными перед ними задачами.

Еще одним инструментом стимулирования менеджеров является *система наградных акций*, при которой акции предоставляются менеджерам фирмы за достижение требуемых показателей – доход на каждую акцию, активы или же акционерный капитал. Данный вид стимулирования на наш взгляд может являться как двигателем возникновения шорт-термизма, так и обладать тормозящим свойством данного феномена в зависимости от избираемых показателей, за которые менеджеры получают свое вознаграждение.

Рассмотрим вариант подобного вознаграждения, при котором риск возникновения шорт-термизма направленной политики менеджера минимален. Компания устанавливает для своих управляющих два долгосрочных периода (от четырех лет), которые накладываются друг на друга, но имеют разрыв в началах своего отсчета не менее двух лет. На старте каждого из периодов за ответственными менеджерами закрепляется определенное количество акций. И если компания достигает запланированных, крайне важно подчеркнуть – долгосрочных результатов, то менеджер получает полный объем выделенных ему акций. Напротив, если цели не достигаются, то количество выданных ему акций будет меньше запланированного изначально. Важно заметить, что для получения данного вида вознаграждения, менеджеру необходимо проработать в компании весь рассматриваемый период. Основным преимуществом данного вида стимулирования является тот факт, что наградные акции ценны даже тогда, когда курс акций падает вследствие рыночной конъюнктуры, тогда как опционы при прочих равных условиях могут не иметь ценности [24, с. 497–669].

Как и писал Дженсон, важно не то, сколько платить, а как именно платить. Все виды стимулирования, которые нацелены на снижение уровня шорт-термизма в компании должны выполнять базовые условия для эффективного выполнения своих функций – вознаграждения должны зависеть от долгосрочных показателей компании и помогать фирмам привлекать и удерживать менеджеров, которые уверены, что их финансовое благополучие зависит от собственных усилий и способностей. Правильно найденный баланс обеспечит достижение обеих этих целей. Отдельно хотелось бы выделить мнение о том, что количество проведенных лет в качестве главы компании одного и того же менеджера позволяет осуществлять долгосрочные крупномасштабные проекты, не боясь не получить за свои старания вознаграждение. Другими словами, крайне важно удерживать одного и того же менеджера во главе компании, что в целом помогает избежать шорт-термизма направленной политики [20, с. 305; 23, с. 412–431].

Понятие риск-менеджмента и его важность в условиях асимметрии информации и шорт-термизма. Риск – это неотъемлемая часть бизнеса и экономики в целом, ввиду сложности и непредсказуемости этих процессов. И на сегодняшний день компании затрачивают значительные ресурсы на управление рисками.

Риск-менеджмент представляет из себя механизм, посредством которого происходит создание классификации рисков и их эффективное устранение. Традиционный риск-менеджмент также можно рассматривать как административный процесс внутри компании, включающий в себя следующие функции: 1) прогнозирование риска, то есть выявление риска до момента его наступления; 2) организацию, что подразумевает создание программы регуляции риска; 3) регулирование – непосредственное воздействие на риск для устранения отклонений; 4) координацию, подразумевающую согласованность системы управления рисками; 5) стимулирование, заинтересованность в результате и 6) контроль минимизации степени риска из затрат, связанных с ним. Однако, в контексте данной работы, мы будем рассматривать концепцию общеорганизационного риск-менеджмента, иначе Enterprise Risk Management (далее ERM).

ERM является относительно новой концепцией риск-менеджмента и имеет ряд существенных различий по отношению к традиционному управлению рисками. Для начала, стоит отметить некоторые важные недостатки, присущие традиционному подходу. Ввиду того, что традиционный подход связан с четким разделением рисков по сферам их происхождения, то зачастую это влечет и разделение управления. Подразумевается, что за каждый вид риска будет отвечать конкретный управленец. Именно данное разделение объясняет большинство недостатков традиционного подхода. Во-первых, возможно возникновение такого риска, который по своей природе не подходит под классификацию, используемую в компании, и поэтому может остаться не идентифицированным до момента проявления его последствий. Во-вторых, вероятно проявление множественного влияния одного риска на несколько сфер деятельности. Таким образом, при выявлении этого риска, один из управленцев способен принять решение по его устранению или избеганию, которое в последствие может вызвать значительный риск другой части бизнеса. Кроме того, зачастую, традиционный риск-менеджмент детально рассматривает внутренние риски, тогда как серьезные внешние риски остаются неохваченными.

Все перечисленные недостатки говорят о том, что подобное управление рисками неэффективно, именно поэтому риск-менеджмент трансформировался в более состоятельную систему ERM. Цель управления рисками предприятия заключается в разработке цельного представления обо всех важных рисках, как внутренних, так и внешних. ERM стремится создать нисходящий корпоративный взгляд на все значительные риски, которые могут повлиять на бизнес, в том числе и различные события, способные оказать влияние на развитие компании и достижение ее целей. Другими словами, ERM нацелена на создание общего понимания всех видов рисков, которые могут как позитивно, так и негативно сказаться на жизнеспособности компании.

Таким образом, принимая во внимание цель ERM, ответственность за внедрение и организацию данного подхода управления рисками лежит на исполнительном руководстве. Оно отвечает за разработку и внедрение системы ERM в организации и в конечном итоге несет ответственность за управление мониторинга наиболее значимых рисков. Данный подход позволяет защитить и увеличить прибыль основных стейкхолдеров, включая владельцев компании, ее сотрудников, клиентов и так далее. В целом, процесс ERM является важным стратегическим инструментом, так как объединяет в себе управление рисками, стратегическое руководство, а также внутренний контроль предприятия.

Говоря о ERM в условиях современного рынка, следует отметить, что развитие новых технологий, глобализация и волатильность экономической системы в целом, влекут за собой усиление проблемы асимметрии информации, и следовательно, краткосрочность планирования, подразумевающую шорт-термизм. Доказательством могут служить многочисленные действия компаний, основанные на краткосрочных решениях руководства, например, сокращение срока полномочий генерального директора. В связи с этим обостряется конфликт интересов между собственниками и менеджерами, растут издержки, связанные с делегированием полномочий внутри корпорации, что вновь восходит к описанной ранее проблеме «принципал-агент». Поэтому компании заинтересованы в стратегическом развитии, и все больше обращают внимание на ERM как инструмент поддержания и повышения благосостояния собственников и стейкхолдеров.

Эмпирическое обоснование влияния риск-менеджмента на шорт-термизм в условиях асимметрии информации

Основным предположением, лежащим в основе нашей работы, является тот факт, что ERM нивелирует негативные эффекты проявления асимметрии информации и, как ее следствия, шорт-термизма. В данном разделе мы рассматриваем металлургическую отрасль российского производственного сектора. Беря за основу методологию рейтингования компаний, представленную ранее [25], мы строим рейтинг эффективности риск-менеджмента компаний по годам. Затем рассматриваем эконометрическую модель, отражающую влияние факторов, характеризующих эффективность ERM, на долговую нагрузку предприятия [25, с. 270–287].

Краткое описание отрасли. Для анализа была выбрана металлургическая отрасль, относящаяся к реальному экономическому сектору России. Данная отрасль промышленности включает в себя черную и цветную металлургию. Металлургический комплекс включает в себя такие сложные процессы, как добыча сырья, его подготовка к переработке, прокат черных и цветных металлов, производство сплавов и др. Металлургия обеспечивает производственное и научно-техническое развитие практически всех промышленных отраслей. Кроме того, по объему производства, оборотам и потреблению металлургической комплекс в России занимает второе место после топливно-энергетического. По данным на 2016 год, производство металлургической отрасли составило 5,3% от общего ВВП страны и 14,4% от общего экспорта. При этом доля металлургического производства в промышленности составила 16,1%. Российская Федерация занимает высокие позиции по экспорту металлов на мировом рынке. Так, на 2016 год, Россия является первой в мире по экспорту алюминия и третьей по экспорту стали и продукции из нее. [28, 29].

Кроме того, важной особенностью металлургической отрасли в России, характеризующей ее высокую важность для экономики, является тот факт, что многие предприятия являются градообразующими и, порой, даже районообразующими. Вследствие чего, можно заключить, что отрасль обеспечивает большое количество

рабочих мест. На 2014 в данной отрасли было занято 2,2% всего работающего населения страны. Однако, исходя из данных последних лет, ввиду активной модернизации и автоматизации металлургического производства, численность работников ежегодно сокращается. Нельзя не отметить и факт влияния экономического кризиса, приведшего к сокращению объемов задействованной рабочей силы в период между концом 2014 и 2017 годами. Около 3 тысяч предприятий, занятых в металлургической промышленности, объявили о банкротстве в 2015–2016 годах. Кризис 2014 года повлиял и на объемы производства отрасли, но стоит отметить, что темпы снижения сокращаются: на середину 2017 года снижение производства составляло 2,5%, а на конец года уже 1%. Так же, в этот период произошло существенное падение цен на металл и готовую продукцию [30].

Если говорить о динамике развития отрасли, то по оценкам аналитиков, в 2018 году рост металлургического сектора ожидается приблизительно на уровне 3–4%, что станет первым положительным показателем за после кризисный период. Однако основным двигателем повышения предположительно окажется внутренний спрос. Это обуславливается тем, что, во-первых, существуют крупные внутренние строительные проекты государственного масштаба, например, строительство Керченского моста. Во-вторых, за последние годы значительно возросла конкуренция на внешних рынках. Более того, за последние годы произошло неоднократное введение и усиление санкций, и повышение пошлин в крупнейших странах-импортерах, например, в США.

Используемые в работе данные представляют собой панельные данные по 14 компаниям металлургического сектора России в период 2011–2016 гг.

Перечень компаний:

- ПАО «Корпорация ВСМПО-АВИСМА»
- ПАО «Челябинский трубопрокатный завод
- ПАО Магнитогорский металлургический комбинат
- ПАО «Северсталь»
- Группа НЛМК (Основной актив Группы – НовOLIпецкий металлургический комбинат)
- ОАО «Мечел»
- ПАО «Полюс»
- ПАО «Русолово»
- ПАО «Трубная Металлургическая Компания»
- ОАО «Полиметалл»
- ОАО «Соликамский магниевый завод»
- ОАО «Электроцинк»
- ОК «РУСАЛ»
- ПАО «ГМК «Норильский никель»

Для расчетов коэффициентов и анализа деятельности по управлению рисками по всем компаниям были собраны следующие данные.

Данные, взятые из финансовой отчетности предприятий за 2011–2016 годы.

1) *Себестоимость реализованной продукции (COGS)*. Данный показатель включает в себя сумму всех расходов на производство впоследствии реализованной продукции.

2) *EBIT (Earnings Before Interest and Taxes)*. Это показатель прибыли предприятия до вычета процентов и налогов.

3) *EBITDA (Earnings Before Interest and Taxes, Depreciation and Amortization)*. Это показатель прибыли предприятия до вычета процентов, налогов и амортизации основных средств и нематериальных активов.

4) *Краткосрочные обязательства (CL)*. Это те обязательства предприятия, которые должны быть выплачены в срок не более 1 года.

5) *Текущие, иначе оборотные, активы (CA)*. Те активы компании, оборачиваемость которых не превышает 1 года.

6) *Выручка компании (Revenue)*. Это денежные средства, получаемые компанией за реализацию произведенной продукции.

7) *Общий долг компании (Debt)*. Это совокупный долг компании, по всем существующим обязательствам.

8) *Уплаченные проценты (Interest Expenses)*. Это все проценты, уплаченные предприятием за год, по всем видам долговых обязательств.

Основными источниками данных являются: база рейтингового агентства Moody's, годовые отчеты компаний, открытые данные Федеральной налоговой службы.

Методология составления рейтинга эффективности. Для оценки эффективности риск-менеджмента компании необходимо выявить наиболее важные критерии оценивания. За основу взят опрос стейкхолдеров, проведенный в исследовании В.А. Макаровой, касательно важности тех или иных факторов, которые оказывают наибольшее влияние на эффективность ERM. В итоге было выделено 7 значимых факторов, представленных в табл. 1. Для дальнейшего создания рейтинга эффективности риск-менеджмента каждому значению фактора

присваивается значение от 1 до 3, где 1 – высокий уровень эффективности ERM предприятия, 2 – средний уровень, 3 – низкий уровень эффективности. Условия выбора значения так же представлены в таблице.

Таблица 1

Методы расчета компонентов рейтинга

k_n	Фактор	Формула	Описание	Критерии
k_1	Рентабельность и оборачиваемость компании по отношению к среднеотраслевым показателям	$k_1 = \frac{EBIT}{COGS}$	Данный показатель характеризует доходность предприятия в сравнении к средней по отрасли	$k_1 < 95\% - 3$; $95\% < k_1 < 105\% - 2$; $k_1 > 105\% - 1$
k_2	Кредитный рейтинг компании	Отсутствует. Использованная классификация представлена в Прил. 1	Рейтинг демонстрирует кредитоспособность компании. Основывается на прошлой и нынешней финансовой истории предприятия. Служит неким индикатором привлекательности компании для инвесторов и кредиторов	Отсутствие рейтинга или отозванный рейтинг – 3; Рейтинг, входящий в спекулятивный класс (от C до Ba1) – 2; Рейтинг, входящий в инвестиционный класс (от Baa3 до Aaa) – 1
k_3	Коэффициент покрытия процентов (ICR)	$k_3 = \frac{EBIT}{Int. Exp.}$	Показывает способность компании оплатить проценты по существующим займам	$1.5 < k_3 < 3 - 1$ $1 < k_3 < 1.5 - 2$ $3 < k_3 < 1 - 3$
k_4	Коэффициент финансовой безопасности (FSR)	$k_4 = \frac{Debt}{EBITDA}$	Характеризует способность компании выплатить все долговые обязательства	$0 < k_4 < 3 - 1$ $3 < k_4 < 4 - 2$ $k_4 > 4 - 3$
k_5	Коэффициент текущей ликвидности (CR)	$k_5 = \frac{CA}{CL}$	Характеризует способность компании к покрытию текущих долгов за счет оборотных активов	$1 < k_4 < 2.5 - 1$ $k_4 > 2.5 - 3$ $k_4 < 1 - 2$
k_6	Наличие политики управления рисками, включающей определенное отношения к ключевым рискам	Отсутствует	Данный показатель берется из стратегического плана компании, где говорится о риск-менеджменте, ключевых рисках компании и методах их смягчения	В годовой отчетности компании не упоминаются потенциальные риски, нет никакой стратегии по их устранению – 3; В годовой отчетности компании есть упоминание потенциальных рисков, но их описание общее и характерно для всех предприятий любой отрасли, существует общая стратегия устранения этих рисков – 2; В годовой отчетности предприятия выделены ключевые риски, характерные конкретно для данной отрасли и предприятия, подробно описана стратегия управления рисками и борьбы с ними – 1

Окончание табл. 1

k_n	Фактор	Формула	Описание	Критерии
k_7	Соответствие стандартам риск-менеджмента	Отсутствует	Соответствие стандартам риск-менеджмента подтверждается сертифицированные. Данные сертификаты получают компаниями при первичном размещении акций на европейских фондовых биржах. Таким образом размещение акций на торговых площадках будут идентифицировать наличие сертификатов	Акции компании обращаются только на Московской бирже – 3. Акции компании обращаются на двух торговых площадках, включая Московскую биржу, одну из Европейских, или Нью-Йоркскую биржу – 2; Акции компании обращаются на трех и более торговых площадках, включая российские и зарубежные биржи – 3

Методология составления рейтинга

Рейтинг эффективности. На основе использованной методологии, был составлен рейтинг эффективности риск-менеджмента 14 компаний металлургической отрасли в период с 2011 по 2016 год.

Таблица 2

Рейтинг корпоративного риск-менеджмента

Компании	Годы						Тренд
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	
ПАО «Корпорация ВСПО-АВИСМА»	2,57	2,29	2,29	1,86	1,86	1,57	Позитивный
ПАО «Челябинский трубопрокатный завод»	1,86	2,00	2,14	2,14	1,86	2,00	Нестабильный, низкий
ПАО «Магнитогорский металлургический комбинат»	2,14	2,14	1,86	1,86	1,86	1,71	Позитивный
ПАО «ГМК «Норильский никель»	1,71	1,29	1,43	1,14	1,29	1,57	Стабильный, высокий
ПАО «Северсталь»	1,86	1,57	1,43	1,71	1,86	2,00	Нестабильный
Группа НЛМК (Основной актив Группы – Новолипецкий металлургический комбинат)	1,86	1,57	1,57	1,86	1,57	1,71	Стабильный, высокий
ОАО «Мечел»	2,14	2,00	2,14	2,29	2,14	2,43	Стабильный, низкий
ПАО «Полюс»	2,00	2,00	2,00	2,00	1,86	1,71	Стабильный, растущий
ПАО «Русолово»	2,67	2,67	2,67	2,33	2,50	2,29	Стабильный, низкий
ПАО «Трубная Металлургическая Компания»	2,14	1,86	2,14	1,86	1,71	2,00	Нестабильный
ОАО «Полиметалл»	2,29	2,00	2,43	2,14	2,00	2,14	Нестабильный, низкий
ОАО «Соликамский магниевый завод»	2,50	2,33	2,33	2,14	2,14	2,29	Стабильный, низкий
ОАО «Электроцинк»	2,29	2,29	2,57	2,29	2,57	2,43	Стабильный низкий
ОК «РУСАЛ»	2,33	2,57	2,00	2,29	1,71	1,86	Позитивный
Среднее значение	2,17	2,04	2,07	1,99	1,92	1,98	Умеренный в первой половине, позитивный во второй половине

Итоговый рейтинг компаний

Среднее значение рейтинга по годам говорит о том, что в целом отрасль имеет малую эффективность. Наиболее успешным годом для отрасли стал 2015 год. Данные результаты интуитивно понятны и связаны они с тем фактом, что с конца 2014 года доступ к иностранному капиталу для российских компаний был ограничен, а для расчета многих показателей рейтинга, описанных выше, использовалось значение долга. Мы наблюдаем скачок в сторону улучшения начиная с 2014, который продолжает рост до 2015 и заканчивается наблюдением небольшим спадом в 0,06 значения рейтинга. Среднее значение рейтинга по годам говорит о том, что в целом отрасль имеет умеренную эффективность в первой рассматриваемой половине, и с трендом на улучшение во второй половине. Стоит выделить высокую волатильность рейтинга у таких компаний как ПАО «Челябинский трубопрокатный завод», ПАО «Северсталь», ПАО «Трубная Металлургическая Компания», ОАО «Полиметалл», что может говорить об отсутствии долгосрочной стратегии развития компании. Наиболее высокие значения рейтинга приняли такие компании, как ПАО «ГМК «Норильский никель» и Группа НЛМК. Мы приходим к заключению, что значения рейтинга обусловлены скорее индивидуальными причинами в каждой отдельно взятой компании, чем фундаментальными в отрасли.

Описание модели и ее результатов

Основываясь на результатах недавней статьи Бхарта, Паскарелло, Ву о том, что компании, которым присуща большая асимметрия в информации между инвесторами и инсайдерами-менеджерами и как ее следствие – шорт-термизм направленная стратегия обладает большей долговой нагрузкой. Для российских компаний характерным является неоднородность степени проявления информационной асимметрии, а также низкий уровень прозрачности. В качестве переменной показывающей уровень шорт-термизма в компании нами была выбрана *средневзвешенная стоимость капитала (WACC)*. WACC определяется как сумма показателя стоимости заемных средств, умноженной на их долю в структуре всего капитала, и показателя стоимости собственных средств, умноженной также на их долю в структуре всего капитала. В нашей работе средневзвешенная стоимость капитала является также характеристикой эффективности стратегии риск-менеджмента, выбранной компанией. Основная гипотеза нашей модели – меньшее значение WACC сокращает вероятность выбора менеджером стратегии шорт-термизма [3, с. 3211–3243].

Выбранными нами регрессорами являются себестоимость реализованной продукции (costs), операционная прибыль (ЕВІТ), амортизация основных средств и нематериальных активов (DA), текущие активы (CA) и уплаченный процент (interest). Таким образом, регрессионная модель принимает вид:

$$\ln WACC = \alpha + \beta_1 \text{costs} + \beta_2 \text{EBIT} + \beta_3 \text{DA} + \beta_4 \text{CA} + \beta_4 \text{interest} + \varepsilon$$

Первой вариацией модели была простая линейная регрессия (pooled regression). Она представляла собой сквозную регрессию по всем компаниям за рассматриваемый период. Главный недостаток данной модели – панельная структура данных была не учтена и оценивалась с помощью обыкновенного МНК, что не давало возможности получить значимых результатов. Путем усовершенствования модели посредством – добавлением кластеризованных робастных ошибок и проведения теста Хаусмана мы пришли к итоговой модели зависимости средневзвешенной стоимости капитала с фиксированными эффектами с включением в модель влияния фактора времени. Из итоговой регрессии нами были исключены амортизация и текущие активы в связи с их статистической незначимости на минимально приемлемом уровне значимости. Ввиду малого количества компаний рассматриваемой отрасли и ограниченности выборки мы предпочли рассматривать не числовые значения полученных коэффициентов, а лишь их направленность, знак. Таким образом, мы получили следующий вид модели и знаки при коэффициентах регрессоров

$$\ln WACC = \alpha - \beta_1 \text{costs} + \beta_2 \text{EBIT} - \beta_4 \text{interest} + \varepsilon$$

Ввиду того, что значения коэффициентов оказались крайне малы, нельзя говорить о состоятельности модели и опираться на ее результаты. Однако, говоря исключительно о направлении связи между регрессором и объясняемой переменной, то видно, что увеличение себестоимости реализованной продукции и выплаченных процентов, ведет к снижению WACC, а операционная прибыль оказывает положительное влияние на средневзвешенную стоимость капитала.

Заключение

Проведенный нами теоретический анализ проблемы асимметрии информации и шорт-термизма, расчет рейтинга эффективности ERM металлургического сектора Российской Федерации, построение регрессионной модели позволяют заключить, что нет оснований предполагать присутствие резко выраженного негативного влияния шорт-термизма на политику управления, рассматриваемых предприятий, что может говорить о достаточной эффективности корпоративного риск-менеджмента компаний металлургической отрасли в целом. Предполагая наличие связи факторов, характеризующих эффективность ERM со структурой капитала, отражающая склонность управляющего состава компании к шорт-термизму, нами была предпринята попытка формализовать данную зависимость в виде регрессионной модели. Результаты полученной нами модели оказались несостоятельными, однако, выявили косвенные подтверждения наличия связи между последствиями шорт-термизма направленной политики, выраженной в таком показателе как WACC, и инструментами корпоративного управления рисками, базирующимися на теории риск-менеджмента. Несомненная ценность данной работы заключается в подготовке теоретической и методологической базы для дальнейших, более глубоких эмпирических исследований влияния риск-менеджмента на асимметрию информации и как следствие выбора управляющими капиталом краткосрочных горизонтов планирования развития компании.

Литература

1. *Kenneth J. Arrow*. Uncertainty and the Welfare Economics of Medical Care // *The American Economic Review*. 1963. Vol. 53. No. 5. P. 941-973.
2. *George A. Akerlof* The Market for «Lemons»: Quality Uncertainty and the Market Mechanism // *The Quarterly Journal of Economics*. 1970. Vol. 84. P. 488-500.
3. *Bharath S., Pasquariello P., Wu G.* Does Asymmetric Information Drive Capital Structure Decisions? // *The Review of Financial Studies*. 2009. Vol. 22. No. 8. P. 3211– 3243.
4. *Akerlof G., Spence M., Stiglitz J.* Markets with asymmetric information // *Problems of econ.* 2001 No. 2734. p. 19–24.
5. *Michael Rothschild and Joseph Stiglitz* Equilibrium in Competitive Insurance Markets: An Essay on the Economics of Imperfect Information // *The Quarterly Journal of Economics*. 1976. Vol. 90. No. 4. P. 629–649.
6. *Joseph E. Stiglitz and Andrew Weiss*. Credit Rationing in Markets with Imperfect Information // *The American Economic Review*. 1981. Vol. 71. No. 3. P. 393–410.
7. *Sanford J. Grossman and Joseph E. Stiglitz* On the Impossibility of Informationally Efficient Markets // *The American Economic Review*. 1980. Vol. 70. No. 3. P. 393–408.
8. *Jensen M., Meckling W.* Theory of the Firm. Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure // *Journal of Financial Economics*. 1976. Vol. 3. No. 4. P. 305–360.
9. *Rutherford R., Springer T., Yavas A.* Conflicts between Principals and Agents: Evidence from Residential Brokerage. // *Journal of Financial Economics*. 2005. Vol. 76. P. 627–6650.
10. *Lipton, Martin* Takeover Bids in the Target's Boardroom. // *Business Lawyer*. (35–101).
11. *Dean Krehmeyer, Matthew Orsagh, Kurt N. Schacht* Breaking the Short-Term Cycle // *Business Roundtable Institute for Corporate Ethics*. 2006.
12. *Peter F. Drucker* Post-Capitalist Society // *Harper Collins*. 1993.
13. *Hayes R.H., Abernathy W.J.* Managing Our Way to Economic Decline // *Harvard Business Review*. 1980. Vol. 60 No.3 P. 71.
14. *Michael E. Porter*. Capital Choices: Changing the Way America Invests in Industry. // *Journal of Applied Corporate Finance*. 1992. Vol. 2 No. 5. p. 302–340.
15. *Stuart Albert, Akbar Zaheer, Srilata Zaheer* The Importance of Time Scales in Trends in Organisational Behaviour // *Academy of Management Review*. 1999. Vol. 24. No. 4. P. 201–215.
16. *Oliver E. Williamson* Perspectives on the Modern Corporation // *Quarterly Review of Economics and Business*. 1984. Vol. 24 No.64. P. 103–200.
17. *Thomas Palley* Managerial Turnover and the Theory of Short-Termism // *Journal of Economic Behaviour and Organization*. 1997. Vol. 32 No. 3. P. 534–545.
18. *Li Jin* How Does Investor Short-termism Affect Mutual Fund Manager Short-termism // *Journal of Harvard Business School*. 2005. Vol. 45. No. 7. P. 45–60.
19. *John R. Graham, Campbell R. Harvey, Shiva Rajgopal* The Economic Implications of Corporate Financial Reporting // *Journal of Accounting and Economics*. 2005. Vol. 40 No. 3. P. 54–70.
20. *Michael C. Jensen & William H. Meckling* Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure // *Journal of Financial Economics*. 1976. Vol.3. P. 305.
21. *Eugene F. Fama & Michael C. Jensen* Separation of Ownership and Control // *J.L. & Econ.* 1983. Vol. 26. P. 301.

22. *Kevin J. Murphy & Michael C. Jensen* Performance Pay and Top Management Incentives // *Journal of Political Economy*. 1990. Vol. 98(2). P. 225
23. *Razeen Sappideen* Focusing on corporate short-termism // *Singapore Journal of Legal Studies*. 2011. P. 412–431.
24. *Скобелева И.П., Санжиева Т.* Адаптация риск-менеджмента к современным концепциям стратегического управления компанией // *Современные аспекты экономики*. 2013 №. 4. С. 50–55.
25. *Макарова В.А.* Эффективность риск-менеджмента: оценка и ее влияние на инвестиционную привлекательность бизнеса // *Управление финансовыми рисками*. 2015. № 4. С. 270–287.
26. *Wildsmith J.R.* *Managerial Theories of the Firm*. – New York: Dunellen. 1974.
27. *Бригхем Ю., Галенски Л.* *Финансовый менеджмент: полный курс: В 2-х т. / Пер. с англ. Под ред. В.В. Ковалева.* СПб 2001. Т. 2. С. 669.
28. Национальные счета // Федеральная служба государственной статистики. URL: http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rossta.. , Дата просмотра 03.04.2018.
29. Рейтинги и исследования// РИА Рейтинг – URL: <http://riarating.ru/infografika/20160412/630017058.html>, <http://riarating.ru/comments/20180402/630087844.html> Дата просмотра 08.04.2018.
30. Эффективность экономики России. Показатели отдельных отраслей экономики // Федеральная служба государственной статистики. – URL: http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rossta.. Дата просмотра 03.04.2018.

Reference

1. *Kenneth J. Arrow* Uncertainty and the Welfare Economics of Medical Care // *The American Economic Review*. 1963. Vol. 53. No. 5. P. 941–973.
2. *George A. Akerlof* The Market for «Lemons»: Quality Uncertainty and the Market Mechanism // *The Quarterly Journal of Economics*. 1970. Vol. 84. P. 488–500.
3. *Bharath S., Pasquariello P., Wu G.* Does Asymmetric Information Drive Capital Structure Decisions? // *The Review of Financial Studies*. 2009. Vol. 22. No. 8. P. 3211– 3243.
4. *Akerlof G., Spence M., Stiglitz J.* Markets with asymmetric information // *Problems of econ.* 2001 No. 2734. p. 19–24.
5. *Michael Rothschild and Joseph Stiglitz* Equilibrium in Competitive Insurance Markets: An Essay on the Economics of Imperfect Information // *The Quarterly Journal of Economics*. 1976. Vol. 90. No. 4. P. 629–649.
6. *Joseph E. Stiglitz and Andrew Weiss.* Credit Rationing in Markets with Imperfect Information // *The American Economic Review*. 1981. Vol. 71. No. 3. P. 393–410.
7. *Sanford J. Grossman and Joseph E. Stiglitz* On the Impossibility of Informationally Efficient Markets // *The American Economic Review*. 1980. Vol. 70. No. 3. P. 393–408.
8. *Jensen M., Meckling W.* Theory of the Firm. Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure // *Journal of Financial Economics*. 1976. Vol. 3. No. 4. P. 305–360.
9. *Rutherford R., Springer T., Yavas A.* Conflicts between Principals and Agents: Evidence from Residential Brokerage. // *Journal of Financial Economics*. 2005. Vol. 76. P. 627–6650.
10. *Lipton, Martin* Takeover Bids in the Target's Boardroom. // *Business Lawyer*. (35–101).
11. *Dean Krehmeyer, Matthew Orsagh, Kurt N. Schacht* Breaking the Short-Term Cycle // *Business Roundtable Institute for Corporate Ethics*. 2006.
12. *Peter F. Drucker* Post-Capitalist Society // *Harper Collins*. 1993.
13. *Hayes R.H., Abernathy W.J.* Managing Our Way to Economic Decline // *Harvard Business Review*. 1980. Vol. 60 No.3 P. 71.
14. *Michael E. Porter.* Capital Choices: Changing the Way America Invests in Industry. // *Journal of Applied Corporate Finance*. 1992. Vol. 2 No. 5. p. 302–340.
15. *Stuart Albert, Akbar Zaheer, Srilata Zaheer* The Importance of Time Scales in Trends in Organisational Behaviour // *Academy of Management Review*. 1999. Vol. 24. No. 4. P. 201–215.
16. *Oliver E. Williamson* Perspectives on the Modern Corporation // *Quarterly Review of Economics and Business*. 1984. Vol. 24 No.64. P. 103–200.
17. *Thomas Palley* Managerial Turnover and the Theory of Short-Termism // *Journal of Economic Behaviour and Organization*. 1997. Vol. 32 No. 3. R. 534–545.
18. *Li Jin* How Does Investor Short-termism Affect Mutual Fund Manager Short-termism // *Journal of Harvard Business School*. 2005. Vol. 45. No. 7. P. 45–60.
19. *John R. Graham, Campbell R. Harvey, Shiva Rajgopal* The Economic Implications of Corporate Financial Reporting // *Journal of Accounting and Economics*. 2005. Vol. 40 No. 3. P. 54–70.
20. *Michael C. Jensen & William H. Meckling* Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure // *Journal of Financial Economics*. 1976. Vol.3. P. 305.

21. Eugene F. Fama & Michael C. Jensen Separation of Ownership and Control // *J.L. & Econ.* 1983. Vol. 26. P. 301.
22. Kevin J. Murphy & Michael C. Jensen Performance Pay and Top Management Incentives // *Journal of Political Economy.* 1990. Vol. 98(2). P. 225
23. Razeen Sappideen Focusing on corporate short-termism // *Singapore Journal of Legal Studies.* 2011. P. 412–431.
24. Skobeleva I.P., Sanzhieva T. Adaptaciya risk-menedzhmenta k sovremennym koncepciyam strategicheskogo upravleniya kompaniej // *Sovremennye aspekty ehkonomiki.* 2013 № 4. S. 50–55.
25. Makarova V.A. EHffektivnost' risk-menedzhmenta: oценка i ee vliyanie na investicionnyu privlekatel'nost' biznesa // *Upravlenie finansovymi riskami.* 2015. № 4. S. 270–287.
26. Wildsmith J.R. Managerial Theories of the Firm. – New York: Dunellen. 1974.
27. Brigham YU., Gapenski L. Finansovyy menedzhment: polnyj kurs: V 2-ht. / Per. s angl. Pod red. V.V. Kovaleva. SPb 2001. T. 2. S. 669.
28. Nacional'nye scheta // Federal'naya sluzhba gosudarstvennoj statistiki. URL: http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rossta.. , Data prosmotra 03.04.2018.
29. Rejtingi i issledovaniya// RIA Rejting –URL: <http://riarating.ru/infografika/20160412/630017058.html>, <http://riarating.ru/comments/20180402/630087844.html> Data prosmotra 08.04.2018.
30. EHffektivnost' ehkonomiki Rossii. Pokazateli ot del'nyh otraslej ehkonomiki // Federal'naya sluzhba gosudarstvennoj statistiki. – URL: http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rossta..Data prosmotra 03.04.2018.

Статья поступила в редакцию 27.06.2018 г.