

Корпоративное управление и рыночная стоимость российских компаний^{*}

Андрей Рачинский[†]

Москва, 2003

^{*} Данная работа выполнена при поддержке Российской программы экономических исследований. Я благодарен участникам семинаров РПЭИ и своим коллегам из ЦЭФИР. Хочу выразить особую благодарность Р.М. Энтову за его ценные замечания.

[†] Центр экономических и финансовых исследований и разработок. E-mail: arachinsky@cefir.ru

Цель проекта

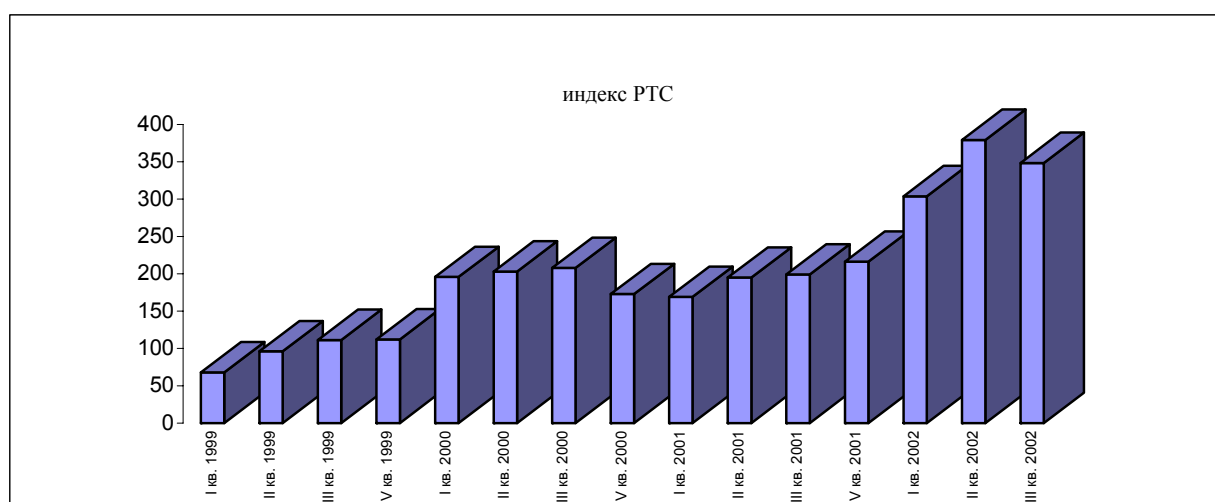
Целью данного проекта является дать количественную оценку влияния качества корпоративного управления на рыночную стоимость компаний а также выявить наиболее значимые компоненты данного влияния. Исследование построено на данных о более 40 крупнейших российских компаниях за период с 1999 по 2002 годы.

Подобная задача представляется актуальной в свете роста интереса к проблемам корпоративного управления в России и мире. На сегодняшний день есть ряд косвенных подтверждений существования зависимости между качеством корпоративного управления и стоимостью компаний построенных на данных опросов, сравнениях между странами или с использованием концепций потенциальной капитализации или отношения рыночной к балансовой стоимости. Убедительное подтверждение можно получить только имея протяженный временной ряд и учитывая влияние финансовых и макроэкономических факторов.

Введение

В последнее время во всем мире особый интерес уделяется проблемам корпоративного управления. За чередой скандальных банкротств крупнейших транснациональных корпораций (Enron, WorldCom, Anderson) последовали ужесточения требований листинга и стандартов отчетности. В России Федеральная Комиссия по Ценным Бумагам подготовила кодекс Корпоративного управления, большинство положений которого считаются приемлемыми российскими компаниями, многие компании приняли свои документы, декларирующие готовность следовать наилучшим стандартам. Активно действует ассоциация независимых директоров, компании вводят отчетность по международным стандартам, раскрывают информацию о собственности, стремятся быть более открытыми.

Позитивные тенденции в сфере корпоративного управления в России происходят на фоне благоприятной макроэкономической обстановки. Стабильная политическая ситуация и высокие мировые цены на нефть позволяют российскому фондовому рынку восстанавливаться после обвала 1998 года.



Каковы причины четырехлетнего роста российского фондового рынка? Почему одни компании выросли в стоимости более чем в 10 раз, в то время как другие остались на послекризисном

уровне? Часть ответа на этот вопрос лежит в различиях результатов деятельности. Рост продаж, сокращение издержек и увеличение прибыльности, безусловно, ведут к росту стоимости компании, но только этим нельзя объяснить различие в темпах роста капитализации. Другая не менее значимая часть заключается в изменениях в области корпоративного управления в компаниях. Акции компаний помнящих о своей репутации, стремящихся быть более открытыми для потенциальных инвесторов, заботящихся о своих акционерах, сознательно сокращающих власть менеджеров за счет эффективного совета директоров, будут более привлекательны для инвесторов.

В данной работе мы пытаемся показать, что вторая компонента роста стоимости компаний действительно имеет место, что улучшение качества корпоративного управления приводит к росту стоимости компаний с учетом влияния фундаментальных финансовых переменных и рыночной динамики.

Тестируемые гипотезы

Проводя данное исследование, мы сможем проверить следующие гипотезы:

Гипотеза 1. (основная) *Рыночная стоимость компаний положительно зависит от качества корпоративного управления.*

Наличие заметной вариации в изменении качества корпоративного управления за последние 4 года позволяет протестировать данную гипотезу с использованием панельных регрессий с фиксированными эффектами.

Гипотеза 2. *Улучшения качества корпоративного управления положительно влияет на стоимость компаний независимо от финансовых результатов, отраслевых характеристик, размера компаний, структуры собственности и рыночной ситуации.*

Если данная гипотеза не будет отвергнута, то рекомендации направленные на увеличение стоимости компаний могут быть универсальными.

Гипотеза 3. Среди различных составляющих корпоративного управления размывание пакета акций, организация подставных фирм и риск банкротства уменьшают стоимость компаний значительно более чем недостаток открытости и прозрачности, ограничения на собственность иностранцев или плохое отношение менеджеров по отношению к акционерам.

Наличие детальной информации по группам рисков позволяет выделить риски оказывающие наиболее сильное влияния на стоимость компаний. Выделенные в гипотезе риски представляются наиболее весомыми поскольку они напрямую увеличивают вероятность экспроприации прибыли крупными акционерами и/или менеджерами компаний.

Обзор литературы

Корпоративное управление связано с задачами начальник-подчиненный, которые возникают везде, где имеет место разделение между собственностью и управлением. Собственники должны быть уверены, что менеджеры вернут им часть прибыли и не будут вкладывать средства в плохие проекты. Согласно Shleifer и Vishny [9], успешная система корпоративного управления должна сочетать защиту прав инвесторов и важную роль крупных внешних акционеров в управлении компаниями. Согласно этой классификации российская система корпоративного управления с ограниченной защитой инвесторов и преобладанием фирм контролируемых внутренними собственниками далека от идеальной.

Существует ряд причин низкого качества корпоративного управления в России. Первая – обвальная приватизация, в результате которой собственность перешла в основном в руки внутренних собственников. Надежды сторонников быстрой приватизации на то, что стимулы получения прибыли приведут к росту эффективности не оправдались. Напротив приватизация привела к обширным злоупотреблениям менеджеров и контролирующих акционеров [5]. Black и другие приводят аргументы в пользу того, что в отсутствии устоявшихся институтов, контролирующих подобные злоупотребления, приватизация не может быть успешной.

Коррупцированная среда – другая причина плохого корпоративного управления в России. Lambert-Mogiliansky и другие [7] показывают, что региональные арбитражные суды коррумпированы и губернаторы вместе с директорами крупных предприятий используют процедуру банкротства как механизм экспроприации средств внешних инвесторов и федерального правительства. Более того, закон о банкротстве не дает менеджерам стимулов для реструктуризации, но может препятствовать ей.

Fox и Heller [6] разработали классификацию последствий плохого корпоративного управления для реальной экономики используя российские примеры. Как и другие авторы Fox и Heller видят преобладание внутренних собственников в качестве основной причины провалов корпоративного управления, которые классифицированы и подтверждены многочисленными подтверждениями из российской экономики.

Многие институциональные проблемы корпоративного управления в России нашли свое отражение в исследованиях Радыгина и Энтова [2,3]. Особо выделяется проблема защиты прав собственности, которая и по сей день остается наиболее актуальной в России.

С другой стороны в последнее время имеет место ряд положительных тенденций в области корпоративного управления в России. Как показал опрос российских предприятий [1] многие директора понимают необходимость улучшения корпоративного управления на своих предприятиях, верят в то, что это позволит увеличить приток инвестиций в российскую промышленность и готовы добровольно раскрывать информацию о соответствии своей деятельности рекомендациям кодекса корпоративного управления, подготовленного ФКЦБ.

Со времен выхода работы Rajan и Zingales о финансовой зависимости и росте [8] общепринято, что успешное развитие практически невозможно без развитых рынков капитала. Относительно низкая доля стоимости всех российских акционерных компаний в ВВП свидетельствует о высокой финансовой зависимости, препятствующей экономическому росту.

Размер премии за высокое качество корпоративного управления волнует многие инвестиционные и консалтинговые компании. Так недавний опрос более 200 инвестиционных компаний в 31 стране мира проведенный компанией McKinsey [10] показал, что инвесторы готовы

платить больше за акции компаний, прозрачных в управленческом плане и ведущих отчетность в соответствии с мировыми стандартами. Размер премии сильно колеблется от 10-15% в Западной Европе до 40% в России.

Black [4] обнаружил, что отношение реальной к потенциальной стоимости российских компаний существенно зависит от качества корпоративного управления. Используя рейтинги корпоративного управления Black предсказывает 700-кратное увеличение стоимости компании благодаря улучшению качества корпоративного управления от худшего к лучшему. Таким образом, можно относительно легко развить финансовый рынок, приложив определенные усилия направленные на улучшение качества корпоративного управления. Данное направление исследований кажется плодотворным и стоящим дальнейших усилий. Во-первых, необходимо проверить полученные результаты на большей выборке (Black использовал выборку, состоящую из 21 компании) и используя панельные данные. Это позволит отказаться от расплывчатой концепции потенциальной стоимости компаний и убедиться, что различия в рыночной стоимости обусловлены различиями в качестве корпоративного управления, а не финансовыми или другими скрытыми характеристиками.

Методология

В нашем исследовании мы планируем протестировать упомянутые выше гипотезы на уровне компаний, используя панельные регрессии с фиксированными эффектами. В качестве зависимой переменной будет выступать логарифм рыночной стоимости компании, взятой из РТС. Независимые переменные разбиты на 3 группы:

- a) переменные, описывающие качество корпоративного управления в компаниях (рейтинги Васильева и Brunswick)
- b) фундаментальные финансовые переменные, построенные по данным из годовых отчетов предприятий (логарифм продаж и прибыльность)
- c) логарифм индекса РТС – мера рыночных сил.

Источники данных

Мы собираемся использовать следующие источники информации:

1. *Российская Торговая Система (РТС)* является крупнейшей площадкой по торговле акциями российских компаний. На основе данных о сделках происходящих в РТС по обыкновенным и привилегированным акциям для каждой компаний в каждый торговый день подсчитывается рыночная капитализация. Индекс РТС рассчитывается на основе цен акций наиболее ликвидных компаний и является индикатором российского рынка акций.
2. *Рейтинги компаний* описывающие качество корпоративного управления строятся регулярно для крупнейших российских компаний с 1999 года различными инвестиционными компаниями. В данном проекте мы используем рейтинги построенные инвестиционной компанией Brunswick Warburg (BW rating), и рейтинг качества корпоративного управления института корпоративного права и управления под руководством Д. Васильева (CORE rating). Первый рейтинг охватывает 22 компании за период с 1999 по 2001 годы и имеет от 1 до 4 наблюдений. Рейтинг Васильева охватывает 40 компаний за период с 2000 по 2002 годы и имеет от 1 до 5 наблюдений. Значения находятся в приложении, сравнительный их анализ приводится ниже.
3. *Квартальные отчеты компаний из программы раскрытия информации, проводимой Федеральной Комиссией по Ценным Бумагам (ФКЦБ)*, содержат информацию о структуре собственности, размере компаний, прибыли и структуре капитала. На начальном этапе мы решили ограничиться данными о выручке и прибыли из годовых отчетов. Более подробная информация является менее доступной из-за пропусков в отчетах и менее достоверной. В данном проекте мы использовали две фундаментальные финансовые переменные: логарифм продаж – как мера размера компании и прибыльность, отношение прибыли к продажам - как мера эффективности.

Методика составлений рейтингов корпоративного управления и их сравнительный анализ.

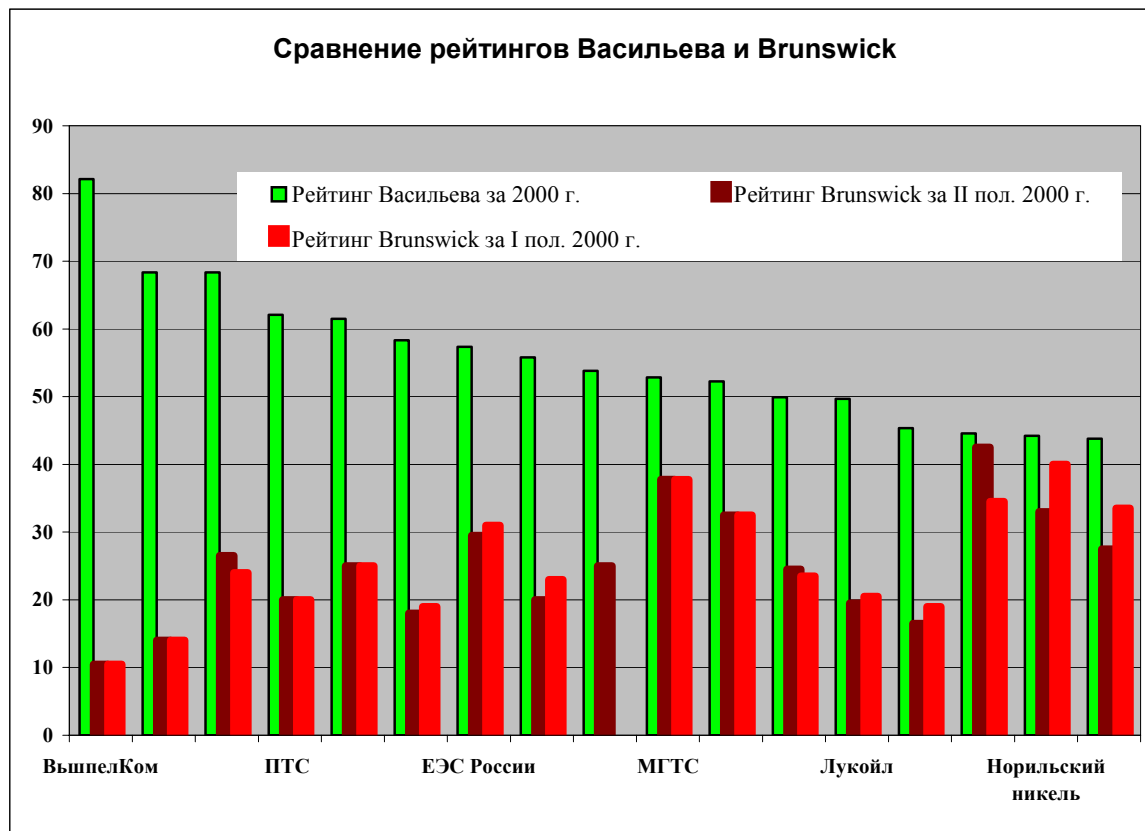
Хотя рейтинги корпоративного управления Васильева и Brunswick имеют много общего, между ними есть ряд существенных различий.

Рейтинг Васильева присваивается по шкале CORE-rating от CORE-100 (самый высокий рейтинг), до CORE-0 (предприятия банкроты – самый низкий рейтинг). При расчете рейтинга используются 3 группы исходных данных: публичная (обязательная к раскрытию информация), добровольно раскрываемая информация и результаты опроса аналитиков рынка ценных бумаг. Оценка предприятия осуществляется по таким важнейшим аспектам корпоративного управления, как раскрытие информации; структура акционерного капитала; структура корпоративного управления; декларируемые права акционеров; корпоративное окружение; а также наличие «юридических мин» в уставных документах компании.

Рейтинги Brunswick строятся по сумме разнообразных реально существующих и потенциальных рисков, связанных с корпоративным управлением. Чем больший рейтинг по совокупности набранных ею баллов имеет та или иная компания, тем больший риск с ней связан. Так компании с рейтингом ниже 17 считаются относительно безопасными, а с рейтингом выше 35 чрезвычайно рискованными. Ниже приводится структура присуждения штрафных баллов по категориям:

Таблица 1. Методика составления рейтинга Brunswick.

Категория риска	Максимально возможное значение штрафных очков по данной категории
Непрозрачность	14
Размывание акционерного капитала	13
Вывод активов/трансфертное ценообразование	10
Слияние/реструктуризация	10
Банкротство	12
Ограничения на покупку и владение акциями	3
Инициативы в области корпоративного управления	9
Реестродержатель	1
Итого	72



Как видно из рисунка, на котором представлено сравнение рейтингов по данным за 2000 год, рейтинги сильно коррелированы: компании с высоким рейтинга Васильева имеют низкий рейтинг Brunswick и наоборот. Лидерами в обоих рейтингах оказались компании Вымпелком и Ленэнерго, аутсайдерами ГАЗ, Норильский Никель, Сургутнефтегаз. Наиболее заметные расхождения связаны с нефтяными компаниями: так компании Татнефть, Лукойл и ЮКОС, имеют низкий рейтинг Васильева, но относительно низкий рейтинг Brunswick.

Модель

Простейший вид исследуемой эконометрической модели выглядит следующим образом:

$$\begin{aligned} \log(\text{Market Value}_{it}) = & C_i + C_k r^k_{it} + C_s \log(\text{sales}_{it}) + C_p \text{profitability}_{it} \\ & + C_{IRTS} \log(\text{Index_RTS})_t + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

где t соответствует различным моментам времени (в нашем случае единица измерения времени – 1 квартал), i соответствует идентификатору компании, $k = \{rv, rb\}$ – индикатор использования того или иного рейтинга (в нашем случае либо рейтинг Васильева, либо рейтинг Brunswick).

Коэффициенты C_k составляют основной интерес данного исследования. Их легко интерпретировать: изменение на 1 пункт k -го рейтинга корпоративного управления приводит к изменению стоимости компании в $1 + C_k$ раз. Коэффициенты C_s и C_p описывают влияние на стоимость компаний фундаментальных финансовых характеристик. Влияние рынка задается коэффициентом C_{IRTS} . Коэффициенты C_i описывают постоянные во времени характеристики компаний и будут уничтожены регрессиями с фиксированным эффектом.

Предварительные результаты

Имеющиеся данные позволяют оценить приведенную выше модель. В таблице 2 представлены результаты оценивания модели с использованием рейтингов Васильева и Brunswick. Для каждого рейтинга рассматриваются две модификации модели: с учетом фундаментальных финансовых переменных и без них. Если бы рейтинги корпоративного управления являлись отражением фундаментальных финансовых переменных, то их совместное включение приводило бы к значительному изменению коэффициентов (проблема мультиколлинеарности). Факт отсутствия такого изменения свидетельствует о том, что рейтинги и фундаментальные финансовые переменные являются отражением различных сторон деятельности компании и имеют разное влияние на ее стоимость.

Все статистически значимые коэффициенты имеют предсказуемый знак. Так улучшение качества корпоративного управления, рост финансовых показателей и общий рост рынка оказывают положительное влияние на стоимость компаний. Значение коэффициентов при рейтингах (порядка 0,021) соответствуют росту стоимости компании на 37% при изменении рейтинга на 15 пунктов.

Заметим, что подобное изменение в рейтинге соответствует переходу компании из разряда худших в середняки и не является чем-то нереальным. Приведу ряд примеров: за полтора года рейтинг Васильева для ГКМ Норильский Никель вырос на 15 пунктов; за полгода рейтинг Васильева для Уралсвязьинформ упал 14 пунктов; рейтинг Brunswick для ЮКОС вырос на 28 (!) пунктов. Взяв максимальные оценки влияния финансовых переменных, получим что тот же рост капитализации можно достичь увеличив прибыльность на 35% или увеличив выручку более чем в 2 раза. Усилия по такому улучшению финансовых показателей представляются куда более значительными чем усилия по улучшению качества корпоративного управления.

Таблица 2. Результаты регрессионного анализа (зависимости переменная - логарифм стоимости компании, панельные регрессии с фиксированными эффектами)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Рейтинг Васильева	0.024**	0.021**				
Рейтинг Brunswick			-0.020**	-0.021*		
Сводный рейтинг*					0.020**	0.011*
Лог. продаж		0.278*		-0.059		0.299**
Доходность		1.025*		0.127		0.741**
Лог. Индекса РТС	0.646**	0.568**	1.017**	0.953**	1.051**	0.771**
Кол-во наблюдений	246	246	166	166	310	310
Кол-во компаний	30	30	17	17	32	32
R-квадрат	0.19	0.25	0.54	0.54	0.43	0.49

* значимость 5%; ** значимость 1%

Для того чтобы максимально увеличить количество наблюдений был построен сводный индекс корпоративного управления (cg) равный рейтингу Васильева ($cg=rv$), если рейтинг Brunswick недоступен, приведенному рейтингу Brunswick ($cg=100(1-rb/72)$), если рейтинг Васильева недоступен, и среднему из рейтинга Васильева и приведенному рейтингу Brunswick, если доступны оба индекса. Результаты оценок с использованием сводного индекса представлены в столбцах 5 и 6. Как и ранее рост качества корпоративного управления ведет к росту стоимости компаний, результат является значимым как статистически, так и экономически, и результат устойчив к включению фундаментальных финансовых переменных.

Библиография

1. С.Гуриев, О.Лазарева, А.Рачинский, С.Цухло (2002). «Спрос на современные стандарты корпоративного управления в частном секторе». *Москва, РЭШ*.
<http://www.nes.ru/russian/research/corpgov/Guriev-Monf-CorpGov.pdf>
2. А.Д. Радыгин, Р.М.Энтов (2001). "Корпоративное управление и защита прав собственности: эмпирический анализ и актуальные направления реформ". *Москва, ИЭПП*.
3. А.Д. Радыгин, Р.М.Энтов (1999) "Институциональные проблемы развития корпоративного сектора: собственность, контроль, рынок ценных бумаг." *Москва, ИЭПП*.
4. В. Black (2001). "The Corporate Governance Behavior and Market Value of Russian Firms." *Emerging Markets Review*, vol.2. http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=263014
5. В.Black, R. Kraakman, A. Tarassova (2000), "Russian Privatization and Corporate Governance: What Went Wrong?" *Stanford Law Review*, Vol. 52 pp. 1731-1808.
http://papers.ssrn.com/sol3/paper.cfm?abstract_id=181348
6. М. Fox, М. Heller (2000). "Lessons From Fiascos in Russian Corporate Governance." *New York University Law Review*. http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=203368
7. А. Lambert-Mogiliansky, К. Sonin, Е. Zhuravskaya (2001). "Capture of Bankruptcy: Theory and Evidence from Russia." *Centre for Economic and Financial Research, working paper #1*.
8. R. Rajan, L. Zingales (1996). "Financial Dependence and Growth." *NBER Working Paper 5758*.
9. А.Shleifer, R.Vishny (1997). "A Survey of Corporate Governance." *The Journal of Finance*, Vol. LII, No. 2
10. McKinsey (2002). "Global investor opinion survey"
<http://www.mckinsey.com/practices/corporategovernance/>

Сотрудничество в рамках проекта

Проект будет проводиться Андреем Рачинским, работающим в Центре Экономических и Финансовых Исследований и Разработок (ЦЭФИР), Москва. ЦЭФИР предоставляет офисное пространство, компьютер и доступ к накопленным данным. Ожидаются ценные комментарии от экспертов этого независимого центра исследований, а также помощь и поддержка Bernard Black (Stanford Law School) с которым поддерживается постоянный контакт и Профессора Сергея Гуриева (Российская Экономическая Школа), которые проявили серьезный интерес данным проектом.

План работы

1. Разработка теоретической модели. Октябрь-Декабрь 2002
2. Сбор недостающей и новой информации Январь – Февраль 2003
3. Тестирование гипотез и интерпретация результатов. Март 2003
4. Подготовка промежуточного отчета. Апрель - Май 2003
5. Участие в конференциях, обсуждение результатов. Июль - Август 2003
6. Подготовка финального отчета. Август - Ноябрь 2003

Приложения

Таблица 3. Рейтинги корпоративного управления Brunswick Warburg.

Отчетный период	2001	II пол. 2000	I пол. 2000	1999
Дата опубликования рейтинга	13.03 2002	26.04 2001	17.11 2000	17.05 2000
1 ВымпелКом	10.5	10.5	10.5	12.5
2 Ленэнерго	16.3	14	14	13.5
3 Уралмаш-Ижора	13	16.5		
4 МТС	14	16	16	
5 ЛУКОЙЛ	17.5	19.5	20.5	17
6 Балтика	19.5	18	18	19.5
7 САН Интербрю	16.5	19	19	23
8 Мосэнерго	21.5	18	19	23
9 ПТС	23.5	20	20	19
10 Северсталь	21			
11 Татнефть	19	20	23	26
12 Ростелеком	22	25	25	22
13 Сибнефть	24	24.5	23.5	24
14 Иркутскэнерго	30.5	26.5	24	16
15 Аэрофлот	27	25		
16 ЮКОС		16.5	19	44.5
17 РАО ЕЭС	28	29.5	31	26
18 Сургутнефтегаз	25	27.5	33.5	34
19 Норильский никель	22	33	40	35.5
20 Газпром	31.5	32.5	32.5	36.5
21 ГАЗ		42.5	34.5	26.5
22 МГТС	35.8	37.8	37.75	37

Таблица 4. Рейтинги корпоративного управления Васильева.

Отчетный период	II кв. 2002	I кв 2001	II пол. 2001	I пол.2001	2000
Дата опубликования рейтинга	10.07.2002	10.04.2002	15.01.2002	20.09.2001	11.03.2001
1 ВышпелКом	81.14	83.89	83.3	83.3	82.12
2 Мобильные ТслеСистемы	71.91	71.91	75.05		
3 ТДГУМ	67.78	67.39	64.64	67.39	71.51
4 ЕЭС России	66.01	63.85	63.46	62.08	57.37
5 Торговый дом ЦУМ	62.67	62.28	58.74		
6 ПТС (Северо-Западный Телеком)	62.67	59.92	59.33	63.65	62.08
7 Тулэнерго	62.28				
8 Ростовэлектросвязь	62.28	64.83	59.72	60.12	59.92
9 Мосэнерго	61.49	57.96	61.89	57.96	58.35
10 Ленэнерго	61.3	62.67	63.06	64.05	68.37
11 Кузбассэнерго	59.33	55.4	55.4	52.65	59.14
12 ГМК Норильский никель	59.33	51.47			44.2
13 Свердловэнерго	58.55	55.99			
14 Волгоградэнерго	58.15				
15 Сибнефть	57.76	56.78	55.6	57.17	49.9
16 Ставропольэнерго	56.78				
17 Башкирэнерго	56.78	56.58	55.01		
18 МГТС	56.39	52.85	51.87	54.22	52.85
19 Тюменская нефтяная компания	55.99				
20 Иркутскэнерго	55.99	55.21	52.85	50.49	68.37
21 Лукойл	55.8	50.29	48.13	44.4	49.71
22 Газпром	55.8	56.39	55.01	54.03	52.26
23 Славнефть-Мегионнефтегаз	54.81	53.44	51.67		
24 ЮКОС	54.42	48.33	46.76	45.78	45.38
25 Ростелеком	54.42	57.96	56.58	56.39	61.49
26 Северсталь	53.24	52.26	53.24	51.87	50.88
27 Красный Октябрь	53.24	52.06	51.87	51.87	60.31
28 Самарэнерго	52.06				
29 Кубаньэлектросвяь	51.47	44.6	49.51	45.38	49.71
30 АЭРОФЛОТ	50.88	46.56	42.63	43.03	53.83
31 Нижегородсвязьинформ	49.9				
32 Воронежсвязьинформ	48.92	49.12			
33 Роснефть-Сахалинморнефтегаз	48.53	47.15	44.01		
34 Уралсвязьинформ	48.13	52.26	52.06	44.4	58.35
35 Башинформсвязь	46.76	54.81	50.88	51.87	54.22
36 Татнефть	42.44	42.44	44.4	45.97	55.8
37 Сургутнефтегаз	41.06	44.2	48.13	47.74	43.81
38 ГАЗ	40.47	40.47	38.31	36.94	44.6
39 Роснефть-Пурнефтегаз	38.9	41.45	42.24		
40 АВТОВАЗ	36.54	40.08			