

РОССИЙСКАЯ ЭКОНОМИЧЕСКАЯ ШКОЛА

NEW ECONOMIC SCHOOL

Карбовская М.А.

Исследование политических рисков компаний в России

**Препринт # BSP/2007/090 R**

Эта работа была написана на основе магистерских тезисов в РЭШ в 2007 году в рамках исследовательского проекта “Финансовая политика и корпоративное управление российскими компаниями” под руководством А.П.Горяева (РЭШ, ЦЭФИР) и С.С.Степанова (РЭШ, ЦЭФИР).

Автор благодарна научным руководителям и другим участникам исследовательского семинара, в особенности А.А.Рачинскому и А.С. Семенову за полезные комментарии.

Москва  
2007

**Карбовская М.А.** Исследование политических рисков компаний в России/ Препринт # BSP/2007/090 R - М.: Российская Экономическая Школа, 2007. – 27 с. (Рус.)

В последние годы участились случаи государственного вмешательства в бизнес российских компаний, что в основном выражается в налоговых претензиях и отзыве лицензий. Фондовый рынок реагирует на подобные негативные новости падением котировок, причем степень реакции варьируется по компаниям. В работе исследуются факторы, объясняющие специфику политических рисков компаний в России. В качестве таких факторов используются переменные, описывающие корпоративное управление, структуру собственности, отрасль и историю приватизации. В частном секторе риск особенно ощутим для предприятий нефтегазовой отрасли, непрозрачных компаний и компаний, приватизированных через залоговые аукционы, что говорит о наличии риска пересмотра суммы налоговых сборов и итогов приватизации. Цены акций прозрачных государственных компаний также весьма чувствительны к негативным событиям. Тем не менее, анализ по каждому году отдельно показывает тенденцию снижения риска, что выражается в незначимости рассматриваемых переменных в последнем периоде.

**Ключевые слова:** политические риски, рыночная цена акций, пересмотр налогов и итогов приватизации, прозрачность и раскрытие информации

**Karbovskaya Maria.** Investigating company-specific political risk in Russia / Working Paper # BSP/2007/090 R. – Moscow, New Economic School, 2007. – 27 p. (Rus.)

In the last few years, we observed many incidents of government intervention in business affairs in Russia, including tax claims and license withdrawals. The market reacts with falling stock prices and the degree of stock price reaction varies a lot across the companies. The paper focuses on factors explaining company-specific political risk in Russia. Variables describing corporate governance, ownership structure, industry, and privatization history proxy for company-specific exposures on political risk. Among private companies the risk seemed to be high for oil companies, non-transparent and companies privatized via the loans-for-shares auctions that point to risk of tax and privatization review. Transparent state-owned companies were also sensitive to negative events. But yearly analysis showed the tendency to risk declining that appeared in insignificance of variables considering the period beginning from year 2006.

**Key words:** political risk, market performance, tax and privatization review, transparency and disclosure

**ISBN**

© Карбовская М.А., 2007 г.

© Российская экономическая школа, 2007 г.

## Содержание

1. Введение .....	4
2. Обзор литературы .....	4
3. Эмпирические гипотезы .....	6
4. Описание данных .....	9
5. Эмпирические модели и основные результаты .....	12
6. Заключение .....	17
Используемые материалы.....	18
Приложение .....	19

## **1. Введение**

Считается, что политические риски, а именно риск национализации, изменения налоговой политики, законодательства, валютного курса, а также общая нестабильность являются общей особенностью, характерной для развивающихся рынков, и Россия не исключение. Период правления Б.Н.Ельцина получил дурную славу из-за серых схем приватизации, быстрого роста бизнес-империй олигархов, усугубления сырьевой зависимости России. Новое тысячелетие принесло новые цены на нефть, новые возможности для России, новую экономическую политику. Отношение укрепляющегося правительства к бизнесу отразилось в заявлениях президента и государственных лиц, а также в серии непоследовательных, избирательных налоговых проверок, изъятий лицензий и т.д. Все это было тяжело воспринято быстроразвивающимся набирающим обороты российским фондовым рынком. Дело "Юкоса", детально проанализированное в работе Горяева и Сони́на (2006), стало лишним тому подтверждением. Инвесторы уделяли пристальное внимание любой информации о компаниях, сотрудничающих или противостоящих властям, что немедленно отражалось в ценах акций этих и других компаний. Таким образом, основной задачей данного исследования стало выяснить, какие компании были наиболее подвержены политическим рискам различного рода в период с 2004 по 2007 гг. (период, не рассмотренный Горяевым и Сониным), а также проанализировать изменения в основных тенденциях периода с течением времени. Для достижения поставленной цели была собрана база данных событий, новостей или действий, инициированных властями, которые отражают специфические политические риски. Используя собранную информацию, мы задействовали регрессионную методологию анализа событий: анализ временных рядов для оценки влияния событий на доходность акций отдельных компаний, а также анализ панельных данных для объяснения отличий в реакции разных компаний на эти события. Полученные результаты могут быть использованы в качестве источника, описывающего российский рынок ценных бумаг, как инвесторами, имеющими долгосрочные инвестиционные планы, так и спекулянтами.

## **2. Обзор литературы**

Большое количество исследований, проведенных как российскими, так и иностранными экономистами, посвящены политическим рискам. Среди таких работ можно выделить статьи Амихуда (2003), Горяева и Сони́на (2006), Гуриева и Рачинского (2005), Фацио (2005), Фацио, Мазулиза и Макконела (2005), Фисмана

(2001), Филипса-Патрика (1989), Шляйфера и Тресмана (2000). Все статьи упомянуты в списке используемых материалов. В данном обзоре мы подробнее остановимся на четырех из них.

Так сложилось исторически, что ученые экономисты и политологи концентрировали свое внимание на взаимосвязи между политическими событиями в стране и финансовыми результатами компаний и рисками, которым они подвержены. Недавние исследования рассматривают ценность, которую приносят политические знакомства конкретным компаниям, как результат связи «политика – финансы». Иногда такой анализ базируется на одном значительном инциденте, произошедшем в стране, или в рамках определенного ряда событий. Так, Фисман (2001) исследовал, как политические связи фирм в Индонезии влияли на результат, показанный их акциями на фондовом рынке с 1995 по 1997 годы. Он показал, что акции индонезийских компаний, тесно связанных с режимом Сухарто, потеряли больше в ответ на новости о его проблемах со здоровьем, чем менее политически зависимые. Амихуд (2003) изучал взаимосвязь между ожиданиями рынком свержения режима Садама Хусейна, что отражалось в ценах так называемых «Контрактах Садама», и ценами акций, ценами на нефть и обменным курсом.

В статье Фацио (2005) изучается ценность корпоративных связей с чиновниками, используя обширную выборку фирм из разных стран. Фацио обнаружила, что политические связи - распространенное явление в странах с более высоким уровнем коррупции, с более высокими барьерами для иностранных инвестиций, и с более прозрачными политическими системами. Такие связи менее распространены в странах, где существуют нормы, значительно ограничивающие действия чиновников. Более того, при сообщении, что член правления компании или крупный акционер начинает заниматься политикой, рыночная капитализация значительно растет, чего не происходит в случае, если политик решает заняться бизнесом.

Стоит также отметить, что существует лишь небольшое количество исследований характера политических рисков, с которыми сталкиваются российские компании. Данная работа напрямую связана с недавним исследованием характера политических рисков, которым подвержены российские компании. Эти риски выражаются в результатах, показанных акциями компаний на фондовом рынке во время инцидента, касающегося некогда одной из крупнейших нефтяных компаний России – Юкоса (статья Горяева и Сониной (2006)). Результатом их исследования стал вывод о том, что ужесточение политики правительства по отношению к бизнесу

особенно повлияло на непрозрачные частные компании, частные компании нефтегазового сектора и компании, приватизированные на залоговых аукционах, что указывает на боязнь инвесторов пересмотра итогов приватизации и суммы налоговых сборов за прошедшие периоды. Прозрачные государственные компании также весьма чувствительны к изменениям политики Кремля. Это может говорить о том, что инвесторы серьезно рассматривают риск неэффективного государственного вмешательства в дела этих компаний. Вклад данной работы заключается в том, что мы исследуем величину возможных потерь от политических рисков для российских компаний различного типа, более или менее политически зависимых, в период, не рассматриваемый Горяевым и Сониным, с января 2004 года по апрель 2007. Также, в работе изучается динамический аспект – изменения в чувствительности компаний, происходящие из года в год. Как и в статье Горяева и Сонины, мы не имеем прямой качественной меры политических связей. Вместо этого в качестве меры приверженности компаний политическим рискам рассматривается чувствительность цен их акций к различным видам событий, касающихся определенных рисков.

Далее работа организована следующим образом. В части 3 обсуждаются различные типы событий и описываются эмпирические гипотезы, которые могут объяснить реакцию инвесторов на эти новости. В части 4 описываются данные, используемые в анализе. В пятой части мы применяем различные эмпирические подходы, такие как анализ временных рядов и панельный анализ с фиксированным временным эффектом, для изучения факторов, которые возможно могут объяснить различие в реакции цен акций на события, для проведения анализа отдельно по годам. В части 6 подводятся итоги.

### **3. Эмпирические гипотезы**

Пять статических гипотез, сформулированных ниже, были взяты из статьи Горяева и Сонины (2006). Можно получить интересные выводы, анализируя результаты проверки гипотез, предложенных профессорами Горяевым и Сониным для 2003 года и сравнивая их с результатами для последующих 2004-2007 годов. Таким образом мы прослеживаем изменения в ожиданиях инвесторов. В конце этого раздела также будут изложены две новые динамические гипотезы.

После инцидента с Юкосом, инвесторы начали рассматривать действия государственных служб против компаний как сигнал об изменении экономической политики Кремля по отношению к бизнес-сообществу. Мы стараемся выяснить, какие новости влияли на цены больше всего, и какие риски воспринимались инвесторами

после случая с Юкосом как наиболее важные. Волна налоговых претензий, начавшаяся с *Сибнефти*, *Вымпелкома*, *ТНК-ВР* начала утихать только к середине 2006 года. Различные компании (из разных секторов, с разными индексами раскрытия информации и долей государства) оказались в центре событий. Множество компаний из нефтегазовой и телекоммуникационной отраслей пострадали от действий налоговых органов. Все три крупнейших российских мобильных оператора были вовлечены.

Все это позволяет предположить, что государство решило найти «скелеты» в «шкафу» у компаний, которые активно использовали схемы минимизации и оптимизации налогов в прошлом (например, так называемая, Байконурская схема) во времена неэффективного и нечеткого налогового законодательства (гипотеза «пересмотр налогов»). Но если более пристально взглянуть на компании, которые были обвинены в уклонении от налогов, становится ясно, что в этом списке присутствуют даже очень прозрачные компании. Все же некоторые компании смогли успешно снизить величину налоговых претензий, для некоторых из них претензии и вовсе были невелики. В то же время весьма вероятно, что только индекс прозрачности не может служить хорошим объяснением произошедшим событиям, и изъятие налогов само по себе может быть основной целью государства в период высоких цен на нефть и высоких темпов экономического роста. Более того, кажется, что вероятность стать мишенью выборочного государственного вмешательства существует для любой компании из-за того же неэффективного законодательства. Таким образом, достаточно очевидно, что компании нефтегазового сектора должны быть подвержены такому риску больше всех, как получающие больше всех. Например, *Лукойл*, *Сибнефть*, *ТНК-ВР* представляют собой неполный список нефтяных компаний, пострадавших от налогового и лицензионного регулирования, а также норм, используемых для борьбы с загрязнением окружающей среды, в рассматриваемый период. Это приводит нас к гипотезе «нефтяная рента»,

Множество заявлений чиновников, касающихся пересмотра результатов сомнительной приватизации 90-х и сохранения государственного контроля над «драгоценностями короны» (Горяев, Сонин) российских компаний, также беспокоили инвесторов в этот период (гипотеза «пересмотр приватизации»). Согласно Горяеву и Сониному, приватизация, которая пользовалась дурной славой больше всех, произошла в 1996 году перед выборами президента России. В то время экономической рецессии президент Б.Н.Ельцин очень нуждался в дополнительных источниках дохода бюджета и политической поддержкой представителей российского бизнеса перед

выборами. Следствием этого явились серые схемы приватизации, такие как залоговые аукционы. Большинство победителей вскоре стали «олигархами», то есть представителями группы очень богатых и политически влиятельных бизнесменов. Таким образом, различные претензии к компаниям могут неявно выражать лишь следующий шаг в большой кампании против бизнес-империй, повтроенных олигархами во времена Ельцина, и победителей залоговых аукционов в частности (гипотеза «олигархи»). По этой гипотезе компании, приватизированные через залоговые аукционы или принадлежащие империям олигархов, должны быть наиболее чувствительны к определенному рода отрицательным событиям.

Все статические гипотезы, сформулированные выше, указываются на усиление государственного контроля над российским бизнес сообществом. Все они имеют разные последствия для цен акций различных частных компаний. Но влияние политики Кремля на государственные компании достаточно неоднозначно. Согласно Горяеву и Сонину, с одной стороны большее внимание к их основному владельцу может быть выгодным для компаний, увеличивая их эффективность и рыночную капитализацию. С другой стороны, вмешательство государства может повредить государственным компаниям, которые уже эффективно управляются, и принудить их обеспечивать неналоговые выгоды бюрократическому аппарату. Таким образом, мы приходим к еще одной гипотезе – «видимая рука», которая предсказывает положительное влияние отрицательных событий на цены акций неэффективных государственных компаний и отрицательную реакцию эффективно управляемых государственных компаний.

График 1 иллюстрирует величину рисков через динамику рыночного индекса во время четырех достаточно значительных событий:

- 1) Заявление В.В. Путина о том, что власти не заинтересованы в банкротстве *Юкоса* (17 июня 2004 года, рост индекса – 10%);
- 2) Сообщение об организации аукциона по продаже *Юганскнефтегаза* (19 ноября 2004 года, падение индекса – 4%);
- 3) Налоговые претензии к *Вымпелкому* (8 декабря 2004 года, падение индекса – 5.5%);
- 4) Признание законности претензий по налогам к *МНПЗ* (6 октября 2005, падение индекса – 5.5%).

События 2-4 были восприняты рынком отрицательно, что немедленно отрицательно сказалось на ценах. В отличие от этих событий, заявление Путина дало рынку сильный позитивный толчок.



Интересно также проанализировать динамическую сторону влияния событий, происходящих в России в 2004-2007 годах, на цены акций. В данной работе предлагаются две динамические гипотезы. По-видимому, рынок становится на путь стабилизации цен акций, включая политические риски, отражающиеся в изменении цен. Это приводит к гипотезе «стабилизация», заключающейся в снижении степени реакции цен акций с течением времени. Так же есть вероятность, что компании, к которым уже предъявлялись разного рода претензии, могут стать более чувствительными к негативным событиям, так как они ясно осознают величину возможных потерь. Таким образом, гипотеза «неприятный опыт» предсказывает негативную реакцию предприятий, которые были в центре событий, на отрицательные события.

#### **4. Описание данных**

Для анализа мы использовали три независимых группы данных:

- 1) рыночные котировки акций
- 2) данные для прокси-переменных, используемых для диагностики подверженности тех или иных компаний политическим рискам
- 3) ряды «событий» различных типов

##### *Рыночные данные*

Наша конечная выборка включает 56 российских компаний, акции которых наиболее ликвидны и торгуются на ММББ, РТС, NASDAQ, нью-йоркской и лондонской фондовых биржах. В качестве рыночного индекса используется индекс РТС. Данные по торгам с января 2004 года по апрель 2007 были получены с веб-сайта [www.finam.ru](http://www.finam.ru) и из базы данных на [www.nes.ru/~agoriaev](http://www.nes.ru/~agoriaev). Дневные доходности представляют из себя первую разность натуральных логарифмов соответствующих цен закрытия. Некоторые описательные статистики рассматриваемых компаний представлены в таблице 1 приложения.

Не удивительно, что четыре из пяти самых капитализированных компаний находятся под контролем государства. И хотя пять компаний из первой десятки и тринадцать из всех 56 компаний принадлежат нефтегазовой отрасли, другие сектора экономики, такие как коммунальный (13), телекоммуникационный (11), машиностроительный (4) и металлургический (6), достаточно широко представлены в выборке. Большинство компаний, находящихся под государственным контролем, сконцентрированы в коммунальном и телекоммуникационном секторах. Кроме того,

государство контролирует газового монополиста *Газпром* с 38% (на конец 2002 года), крупнейшую российскую нефтяную компанию *Роснефть* (100% на конец 2002) и крупнейший банк *Сбербанк* с 64% долей (на конец 2002 года).

Можно наблюдать небольшое увеличение показателя прозначности и раскрытия информации (T&D) среди российских компаний, особенно если рассматривать 2004-2005 годы. 34 компании в 2005 году и 26 - в 2006 показали положительную динамику T&D индекса, в среднем увеличившегося на 9.64 п.п. и 8.34 п.п. соответственно, в то время как для 9 компаний в 2005 и 16 - в 2006 индекс упал в среднем на 4.22 п.п. и 4.18 п.п. Этот показатель сильно варьируется по компаниям. В среднем, T&D индекс выше для частных компаний по сравнению с государственными. Также можно увидеть, что, хотя есть видимые улучшения, общий тренд в российском T&D стагнирует. Наиболее заметно положительное изменение среди компаний с низким показателем. При этом даже кажется, что темп роста индекса для компаний с высоким показателем не только снижается, но и имеет место снижение его уровня в случае, когда достигнут определенный уровень раскрытия информации, достаточный, чтобы удовлетворять международным стандартам и требованиям иностранных инвесторов.

Около четверти всех компаний принадлежат к нефтегазовому сектору, что подчеркивает глубокую зависимость России от рынков нефти и газа с их растущими ценами. Около четверти компаний можно отнести к числу контролируемых олигархами. Почти 26 процентов акций в среднем контролируются государством. Нам доступны данные по общей доли федерального и регионального правительства на 2002 года, но не стоит забывать, что за последние три года проявлялась тенденция к увеличению роли государства. Что касается компаний, чьи доли акций были проданы на залоговых аукционах, то стоит заметить, что четыре из пяти компаний принадлежат нефтегазовому сектору.

*Прокси-переменные, отражающие подверженность тех или иных компаний политическим рискам*

В кросс-секционном анализе и в панели с фиксированным временным эффектом мы использовали несколько переменных (аналогичных используемым Горяевым и Сониным) в качестве прокси-переменных, отражающих подверженность компаний политическим рискам. Во-первых, общая доля акций компании, принадлежащая федеральному и региональному правительству (на конец 2002 года) позволяет провести различие между частными и государственными компаниями. Во-

вторых, индекс прозрачности и раскрытия информации (T&D) агентства Standard & Poor's agency (данные о значении индекса для 2004, 2005 и 2006 годов получены из годовых отчетов агентства) измеряет степень информационной прозрачности компании относительно структуры собственности и прав акционеров, финансовой и операционной информации и структуры корпоративного управления. Согласно Горяеву и Сонину, предполагается, что T&D индекс обратно пропорционально связан с вероятностью использования схем минимизации налогов и риска пересмотра суммы налоговых сборов за прошедших период для частных компаний. Что касается государственных предприятий, более вероятно, что индекс будет принимать большие значения в случае эффективного менеджмента. В-третьих, dummy-переменная для нефтегазового сектора отличает группу компаний, принадлежащих ему, которые, вероятно, более чувствительны к изменениям в налоговой политике в связи с изъятием нефтяной ренты. В-четвертых, доля акций, проданная на залоговых аукционах, показывает уязвимость компаний в случае принятия решения о пересмотре итогов приватизации. Стоит отметить, что эта проблема была насущной для инвесторов в 2004-2005 годах, но частные обещания Путина снизить срок давности по приватизационным сделкам, кажется, успокоили инвесторов. Наконец, мы используем dummy-переменную, принимающую значение 1 для компаний, контролируемых олигархами, согласно категоризации Гуриева и Рачинского (2005).

### *События*

В 2004-2007 годах российские финансовые рынки неоднократно были задеты новостями различного типа. Большинство из них были негативными с точки зрения инвесторов и касались налоговых претензий, изъятия документов и лицензий, блокирования счетов, возможного пересмотра итогов приватизации и т.д. Для проведения исследования мы собрали базу данных подобных событий. События, используемые для анализа, были выбраны при поиске новостей в архивах [RBC.ru](http://RBC.ru) и [Quote.ru](http://Quote.ru), а также в статьях газет *Коммерсант* и *Ведомости*. Стоит отметить, что новость классифицировалась как событие, если оно было инициировано властью, но не компанией. В общей сложности, в результате этой процедуры были выбраны 18 положительных и 61 отрицательных событий, из которых 46 отрицательных, касались налоговых претензий и 36 отрицательных относились к компаниям из нефтегазового сектора в период с января 2004 года по март 2007 года. Мы различаем две группы всех отрицательных событий, чтобы изучить специфику реакции рынка именно на эти типы новостей. Анализ проводился как для всех событий вместе, так и отдельно для

двух групп отрицательных событий и отдельно для событий, касающихся государственных (13) и частных (66) компаний.

## 5. Эмпирические модели и основные результаты

В данной части мы исследуем реакцию цен акций компаний различных «рисковых» характеристик (существует ли систематические различия или нет) на действия государственных органов, применяя два типа эконометрического анализа и используя рыночную модель в качестве исходной модели. Так как нас интересует чувствительность каждой компании к событиям, не касающимся этой компании, стоит опускать наблюдения для событий, относящихся к компании, в каждом виде анализа. Во-первых, мы обсудим модели и результаты оценки в отношении пяти статических гипотез, сформулированных выше. Затем расширим анализ и рассмотрим динамический аспект.

### *Анализ временных рядов*

Первая модель, которую мы рассматриваем, представляет собой модель временных рядов для каждой компании в отдельности:

$$R_{it} = c + b^*Events_t + b_1 *Rux_t + \varepsilon_t, \quad (1)$$

где  $Rux_t$  - логарифм доходности рыночного индекса за день  $t$ ,  $Events_t$  - dummy-переменные для событий различных типов (положительных, отрицательных, отрицательных, касающихся компаний нефтегазового сектора, отрицательных по налоговым претензиям, другие, относящиеся к государственным и частным компаниям). Так как множества отрицательных событий по налоговым претензиям и относящихся к нефтегазовым компаниям составляют около 90% всех негативных событий и значительно пересекаются между собой, то общая спецификация вектора событий следующая:  $Events_t = (pos_t, negtax_t / negoil_t, other\_negative_t)$ . В таблице 2 представлены результаты оценки модели (1), включая только компании со значимыми коэффициентами на 1, 5, 10% уровне (\*\*\*, \*\*, \*). Мы оценивали модель, включая как все события, так и отдельно - события для государственных компаний и компаний частного сектора. Результаты оценки для событий, относящихся только к частным компаниям, практически аналогичны результатам для всех компаний, лишь величина и значимость коэффициентов немного увеличивается. Поэтому в работе они не приводятся.

В среднем полученные результаты достаточно устойчивы к изменению спецификации вектора событий  $Events_t$  (включение  $negtax_t$  переменной или  $negoil_t$  переменной). Спецификации с наибольшим количеством значимых результатов приведены в двух панелях таблицы 2. Оказывается, что даже в этом предварительном анализе много компаний показывают значительные результаты, хотя не все из них полностью согласуются с изложенными гипотезами. Тем не менее, нефтегазовые компании, такие как *Татнефть*, *Лукойл*, *Сибнефть*, *Мегион*, *Пурнефтегаз*, *Сургутнефтегаз* и *Юкос*, особенно остро реагируют на отрицательные события, касающиеся компаний частного сектора, и на некоторые события, относящиеся к государственным компаниям. Кажется, что инвесторы серьезно рассматривают вероятность изъятия нефтяной ренты государством, что подкрепляет гипотезы «нефтяная рента» и «пересмотр налогов». Не удивительно, что компании с долей государства (*Аэрофлот*, *Голден Телеком*, *Кузбасэнерго*, *МГТС*, *Мосэнерго*) положительно реагируют на положительные события, относящиеся к государственным компаниям и отрицательно – на отрицательные. Компании, частично приватизированные через залоговые аукционы (*Лукойл*, *Сибнефть*, *Сургутнефтегаз*, *Юкос*), весьма чувствительны к отрицательным событиям по налогам (многие из которых включены в другие отрицательные события панели А), относящимся к частным компаниям, потому что выборочное давление налоговых органов является очень эффективным государственным инструментом экспроприации сверхдоходов во времена нечеткого законодательства, как произошло в случае с *Юкосом*. Непрозрачные частные компании (*Михайловский ГОК*, *Лебедянский*, *Сургутнефтегаз*, *Юкос*, *Северсталь*) и прозрачные государственные (*Северо-Западный Телеком*, *ЮТК*, *Мосэнерго*, *Голден Телеком*) значительно реагируют на отрицательные события, что поддерживает гипотезы «пересмотр налогов» и «видимая рука». Некоторые несоответствия с гипотезами могут возникать как следствие различных эконометрических проблем, например, проблемы опущенных переменных, а так же общих проблем, касающихся временных рядов. Поэтому обратимся к панельному эконометрическому анализу, позволяющему исследовать систематические различия в реакции цен акций различных компаний.

#### *Панельный анализ с фиксированным временным эффектом*

Второй тип эконометрического анализа представляет собой панель с фиксированным временным эффектом. Частным случаем такого анализа является кросс-регрессия по компаниям для каждой даты события:

$$R_{it} = c + b' * Risk_i + \varepsilon_{it}, \quad (2)$$

где  $R_{it}$  - логарифмическая доходность  $i$ -ой компании в день события  $t$ ,  $Risk_i = (TD, Gvt, Oil, LS, Olig, Gvt*TD)$  – вектор переменных, описывающих подверженность компании политическим рискам, для компании  $i$ , а именно,  $Gvt$  и  $TD$  означают долю акций, принадлежащих государству и значение T&D индекса для компании  $i$ ,  $Oil$  и  $Olig$  – думми-переменные для нефтегазового сектора и компаний, контролируемых олигархами, и, наконец,  $LS$  – доля акций компании, проданная через залоговые аукционы,  $\varepsilon_{it}$  - ошибка.

Начнем с результатов, полученных для кросс-регрессии по компаниям для отдельных событий. В данном случае возможно смещение оценок из-за маленького количества наблюдений (не больше 56, очень часто намного меньше). Тем не менее семь событий, дающих значимый результат, согласующийся со статическими гипотезами, представлены в таблице 3. Мы наблюдаем значимую отрицательную реакцию компаний нефтегазового сектора в случае 3-х из 6-ти отрицательных событий. Акции прозрачных компаний и компаний, приватизированных через залоговые аукционы сильно упали в цене после объявления о налоговых претензиях к прозрачному мобильному оператору *Вымпелкому*. Прозрачные частные компании, в среднем, потеряли меньше непрозрачных при сообщении о серьезных налоговых претензиях к *МНПЗ*, в то же время государственные предприятия потеряли меньше, чем частные, когда была обнародована информация о налоговых претензиях к *ЮТК*, телекоммуникационной компании, контролируемой государством.

Панельная спецификация подразумевает, что модель оценивается для различных подмножеств событий: положительных, отрицательных, отрицательных, относящихся к компаниям нефтегазовой отрасли, отрицательных по налогам. В таблице 4 показаны результаты оценивания как для множества из всех событий, так и для отдельного подмножества событий, относящихся только к частным компаниям. Оценка по множеству событий, касающихся только государственных компаний, не дала значимых результатов и в работе не приводится.

Результаты в обеих панелях очень схожи, но в панели В они несколько более значимые и в большинстве случаев значения оценок коэффициентов больше. Это наталкивает на мысль, что, в общем, инвесторы более сильно реагируют на события, касающиеся частного сектора, меньше – государственного. Стоит отметить, что значимая систематическая разница в реакции акций компаний наблюдается среди

компаний нефтегазового сектора, что поддерживает гипотезу «нефтяная рента». Значимый положительный  $T&D$  коэффициент для частных компаний, вероятно, может служить доказательством, что цены акций менее прозрачных предприятий более чувствительны к отрицательным событиям любого типа, что соотносится с гипотезой «пересмотр налогов». Гипотеза «пересмотр приватизации» поддерживается значимым отрицательным коэффициентом при  $LS$  переменной. Можно видеть, что более интервенционалистская политика государства хуже воспринимается более прозрачными государственными компаниями. Так как показатель прозрачности, умноженный на положительный коэффициент, складывается с коэффициентом  $TD*Gvt$  для государственных компаний, суммарная реакция отрицательно зависит от  $T&D$  индекса. Тем не менее, в среднем, непрозрачные государственные компании теряют меньше в ответ на отрицательные события. Это указывает на справедливость гипотезы «видимая рука».

Далее, мы рассмотрим динамический аспект в дополнение к статическому. Для анализа изменений, происходящих во времени, мы проводим оценивание для каждого года в отдельности. Чтобы понять, влияет ли история компании на величину реакции цен акций на новые события, в модель вводится *dumty*-переменная, принимающая значение 1 для компаний, к которым уже предъявлялись разного рода претензии. Результаты оценивания по годам представлены в таблице 5; результаты оценивания модели с *dumty*-переменной для «опытных» компаний – в таблице 6.

Прежде всего, можно увидеть, что снова значимость коэффициентов или их значение возрастают при оценке панели, если рассматривать только события, касающиеся частных компаний, по сравнению с панелью, оцененной для полного множества событий. Компании нефтегазового сектора в основном остаются чувствительными к отрицательным событиям в течение всех трех периодов, но величина вероятных потерь снижается к 2006-2007 годам. Компании, приватизированные через залоговые аукционы реагируют значимо и отрицательно в первый период, что может быть объяснено частыми переговорами бизнес элиты и главой государства, в результате которых Путин пообещал снизить срок давности по приватизационным сделкам. Значимость  $TD$  и доли государства исчезает при переходе к последнему периоду. Таким образом, гипотеза «стабилизация» кажется достаточно правдоподобной. Например, рынок незаметно «проглотил» новость о третьих по счету налоговых претензиях к дочке *Связьинвеста (Центртелеком)* в апреле 2006, по сравнению с *Дальсвязью*, которая была первой жертвой.

Мы ожидали, что компании, которым уже предъявлялись те или иные претензии в прошлом, будут более чувствительными к отрицательным событиям. Таким образом, нас интересовала переменная “experienced” и оценка коэффициента при ней. Но оказалось, что все оценки коэффициентов для переменной “experienced”, кроме коэффициента для группы положительных событий, незначимы, что может говорить о невосприятии инвесторами риска, касающегося повторного вмешательства государства. Другим объяснение этого могут служить успешные меры, предпринимаемые компаниями для борьбы с враждебными действиями властей и адаптация, приходящая с опытом. Так, мобильные операторы не раз заявляли, что, так как у них большая практика судебных тяжб с налоговыми органами, очередные претензии, тяжбы и отстаивание своих интересов в суде для них – обычное дело.



## 6. Заключение

Представленная работа посвящена оценке масштабов политических рисков для относительно большой выборки наиболее "ликвидных" российских компаний. Была предпринята попытка объяснить систематическую разницу в реакции цен акций на события различных типов. По-видимому, даже после кульминации событий вокруг "Юкоса" политические риски остаются очень важным фактором на российском рынке ценных бумаг. Действительно, в ситуации, когда цена нефти очень велика, а высокие темпы экономического роста обогащают российские компании, возможность экспроприации ренты становится для государства настоящим искушением. В результате, множество компаний — как частных, так и государственных, из нефтегазового сектора и нет — задним числом получают огромные налоговые претензии. Положительное влияние индекса прозрачности и раскрытия информации на доходность акций частных компаний указывает на возможность пересмотра суммы налоговых сборов, что особенно резко ощущается непрозрачными частными предприятиями. Значимая реакция компаний, приватизированных через залоговые аукционы, на негативные события любого типа становится еще одним аргументом в пользу гипотезы "пересмотр приватизации". Положительное влияние событий на цены акций неэффективных государственных компаний и в то же время негативная реакция эффективно управляемых государственных компаний говорит за гипотезу «видимая рука». Тем не менее, кажется, что инвесторы постепенно учатся жить с этими рисками. Так, результаты проверки рассмотренных динамических гипотез "стабилизация" и «неприятный опыт» подкрепляют предположение о том, что рынок выходит на этап стабилизации цен с учетом рисков. Осведомленность о возможных рисках на фондовом рынке может оказаться полезной для инвесторов, управляющих рисками своих портфелей. Например, акции компаний, поддерживаемых государством, должны значительно уменьшить общий риск портфеля. Но все же большую выгоду подобное знание может принести спекулянтам, играющим на краткосрочных изменениях цен акций.

## **Используемые материалы**

Amihud, 2003, "Political News and Stock Prices: The Case of Saddam Hussein Contracts", *Journal of Banking and Finance*

Faccio, 2005, "Politically Connected Firms", *The American Economic Review*

Faccio, Masulis, and McConnell, 2005, "Political connections and corporate bailouts", *Journal of Finance*

Fisman, 2001, "Estimating the Value of Political Connections", *The American Economic Review*

Goriaev, Sonin, 2006, "Is Political Risk Company-Specific? The Market Side of the Yukos Affair"

Guriev, Rachinsky, 2005, "The Role of Oligarchs in Russian Capitalism," *Journal of Economic Perspectives*

Phillips-Patrick, 1989, "The Effect of Asset and Ownership Structure on Political Risk: Some Evidence from Mitterand's Election in France", *Journal of Banking and Finance*

Shleifer, Treisman, 2000, "Without a Map: Political Tactics and Economic Reform in Russia", *Cambridge: MIT Press*

Архивы газеты [Ведомости](#)

Архивы газеты [Коммерсант](#)

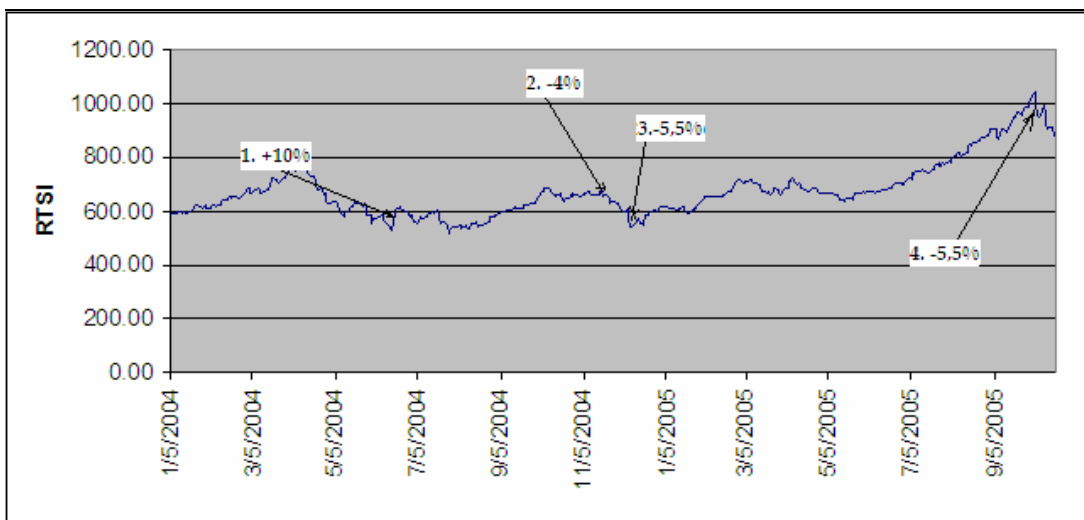
Архивы информационного портала [РБК](#)

Архивы котировок ценных бумаг инвестиционной компании [Finam.ru](#)

## Приложение

**График 1. Реакция рынка на некоторые события**

- 1) Заявление В.В. Путина о том, что власти не заинтересованы в банкротстве Юкоса (17 июня 2004 года);
- 2) Сообщение об организации аукциона по продаже Юганскнефтегаза (19 ноября 2004 года);
- 3) Налоговые претензии к Вымпелкому (8 декабря 2004 года);
- 4) Признание законности претензий по налогам к МНПЗ (6 октября 2005).



**Таблица 1. Некоторые описательные статистики российских компаний, участвующих в исследовании**

Для каждой из 56 компаний в таблице представлены индустрия, рыночная капитализация (на март 2007 года), доля акций, принадлежащих государству (сумма долей федерального и регионального правительства на конец 2002 года), индекс раскрытия информации агентства Standard&Poor's (годовые отчеты 2004, 2005, 2006 годов), принадлежность к нефтегазовому сектору, доля акций компании, приобретенная на залоговых аукционах, и dummy-переменная, принимающая значение 1 для компаний, контролируемых олигархами по классификации Гуриева и Рачинского (2005). Прочерк стоит в случае, если данных нет.

Company	Industry	MarketCap, \$min	Government stake, %	T&D2004,%	T&D2005,%	T&D2006,%	Oil	LS, %	Olig
Gazprom	Oil&Gas	247388	39	61	60	66	1	0	0
Rosneft	Oil&Gas	88388	100	-	-	66	1	0	0
Lukoil	Oil&Gas	73318	7,60	64	68	65	1	5	1
Sberbank	Banking	67735	61	38	45	57	0	0	0
RAO UES	Utilities	55611	53	54	52	55	0	0	0
Surgutneftegaz	Oil&Gas	45157	0	31	35	40	1	40	1
Norilsk Nickel	Metallurgy	35275	0	63	58	64	0	38	1
MTS	Telecoms	19534	0	78	84	79	0	0	1
VimpelCom	Telecoms	18468	0	70	75	73	0	0	1
Novatek	Oil&Gas	17792	6	-	44	55	1	0	0
NLMK	Metallurgy	17336	0	-	-	68	0	0	0
Severstal	Metallurgy	13855	0	33	47	60	0	0	1
MMK	Metallurgy	11678	0	45	46	55	0	0	0
Tatneft	Oil&Gas	10239	33	25	47	31	1	0	0
Baltika	FMCG	7664	0	44	50	57	0	0	0
Mosenergo	Utilities	7048	54	62	58	59	0	0	0
Rostelecom	Telecoms	6303	51	85	82	76	0	0	0
Irkutskenergo	Utilities	5362	40	28	34	43	0	0	1
Megion	Oil&Gas	4683	0	-	-	-	1	0	1
Mechel	Metallurgy	4516	0	29	79	77	0	0	0
Aeroflot	Airlines	3165	51	47	51	52	0	0	0
Wimm-Bill-Dann	Foods&Bev.	2948	0	83	77	75	0	0	0
Avtovaz	Machinery	2719	2	31	37	30	0	0	1
MihGOK	Metallurgy	2616	0	22	23	30	0	0	1
Bashneft	Oil&Gas	2297	64	6	23	21	1	0	0
Uralsviazinform	Telecoms	2147	46	60	64	60	0	0	0
Kamaz	Machinery	2041	45,5	35	41	44	0	0	0
MGTS	Utilities	2002	23	47	48	47	0	0	0
Golden telecom	Telecoms	1830	15	29	79	77	0	0	1
Kuzbasener	Utilities	1818	49	32	46	63	0	0	0
Lebedynsky	FMCG	1612	0	-	36	44	0	0	0
Volga Telecom	Telecoms	1507	51	61	65	74	0	0	0
Centr Telecom	Telecoms	1388	51	62	63	62	0	0	0
SibirTelecom	Telecoms	1387	51	56	63	61	0	0	0
SZ Telecom	Telecoms	1374	51	62	71	72	0	0	0
RBK	Info	1162	0	59	69	59	0	0	0
Irkut	Machinery	973	13	28	30	45	0	0	0

RITEK	Utilities	897	0	-	-	30	1	0	0
Sverdlovener	Utilities	837	49	36	34	-	0	0	0
Krasnoyarskenergo	Utilities	623	52	30	35	-	0	0	0
36 and 6	Commerce	544	0	6	23	21	0	0	0
Ugtelecom	Telecoms	533	51	58	67	68	0	0	0
Dalsvyz	Telecoms	406	51	68	55	57	0	0	0
Yakutsener	Utilities	398	46	30	43	41	0	0	0
Kalina	FMCG	375	0	44	49	51	0	0	0
OMZ	Machinery	338	0	45	53	56	0	0	1
AFK System	Finance	116	0	-	54	70	0	0	1
Samaraenergo	Utilities	113	49	30	39	-	0	0	0
Sahneftgaz	Oil&Gas	60,5	54	-	-	-	1	0	0
Rostovenergo	Utilities	50	49	-	-	-	0	0	0
Saratovener	Utilities	48,6	49	-	-	-	0	0	0
5orochka	Commerce	-	0	-	3	54	0	0	0
Dalenergo	Utilities	-	49	-	-	-	0	0	0
Purneflegaz	Oil&Gas	-	38	-	-	-	1	0	0
Sibneft	Oil&Gas	-	0	59	57	-	1	51	1
Yukos	Oil&Gas	-	0	29	30	-	1	45	1

**Таблица 2. Значимые результаты анализа временных рядов (панель А – все события, панель В – только события, касающиеся государственных компаний)**

**Панель А. Все события**

Company	Positive, %	Negative Oil, %	Other Negative, %	Government stake, %	T&D2004, %	T&D2005, %	T&D2006, %	Oil	LS, %	Olig
Aeroflot	-	0,7*	(-0,7)**	51	47	51	52	0	0	0
Wimm-Bill	-	-	(-1,2)**	0	83	77	75	0	0	0
GoldenTel	1,1**	-	(-1)**	15	29	79	77	0	0	1
Dalsvyz	-	-	0,5*	51	68	55	57	0	0	0
Irkutskener	-	-	(-0,6)**	40	28	34	43	0	0	1
Kamaz	(-5)*	-	-	45,5	35	41	44	0	0	0
Kuzbasen	3**	-	-	49	32	46	63	0	0	0
Lebedynsk	1,4**	-	-	0	-	36	44	0	0	0
Lukoil	-	-	(-0,45)**	7,60	64	68	65	1	5	1
MihGOK	3**	-	(-2)*	0	22	23	30	0	0	1
Megion	-	-	(-0,8)*	0	-	-	-	1	0	1
Mechel	-	1,3**	(-0,9)*	0	29	79	77	0	0	0
Mosener	-	-	(-0,6)*	54	62	58	59	0	0	0
MMK	(-2)***	-	-	0	45	46	55	0	0	0
MTS	-	-	(-0,8)*	0	78	84	79	0	0	1
OMZ	(-3)**	-	-	0	45	53	56	0	0	1
Purnefteg	-	-	(-0,6)*	38	-	-	-	1	0	0
RBC	-	(-0,6)**	-	0	59	69	59	0	0	0
RITEK	(-1,8)**	-	-	0	-	-	30	1	0	0
Rostovener	1,5*	-	(-1,8)***	49	-	-	-	0	0	0
Sibneft	-	(-0,7)*	-	0	59	57	-	1	51	1
Sibtelecom	(-0,1)*	-	-	51	56	63	61	0	0	0
SZ Telecom	-	-	(-3)*	51	62	71	72	0	0	0
Surgutneft	-	-	(-0,4)*	0	31	35	40	1	40	1
Tatneft	-	(-0,5)*	(-1,2)***	33	25	47	31	1	0	0
Uralsvyzinf	(-0,7)*	-	-	46	60	64	60	0	0	0
Yukos	-	(-3,4)**	2*	0	29	30	-	1	45	1
UTK	-	(-1,1)**	-	51	58	67	68	0	0	0
36 and 6	4,9**	-	-	0	6	23	21	0	0	0

**Панель В. События, касающиеся только государственных компаний**

Company	Positive, %	Negative Tax, %	Other Negative, %	Government stake, %	T&D2004, %	T&D2005, %	T&D2006, %	Oil	LS, %	Olig
Avtovaz	-	-	(-0,9)*	2	31	37	30	0	0	1
Aeroflot	2***	-	(-1,7)***	51	47	51	52	0	0	0
GoldenTel	0,9**	(-1,3)**	-	15	29	79	77	0	0	1
Dalsvyz	-	-	0,5*	51	68	55	57	0	0	0
Irkut	-	-	(-0,9)**	13	28	30	45	0	0	0
Irkutskener	-	(-1,1)***	-	40	28	34	43	0	0	1
Kuzbasen	5,8***	-	(-1,3)***	49	32	46	63	0	0	0
Lebedynsk	2,8*	(-0,9)*	-	0	-	36	44	0	0	0
Lukoil	1,5*	-	-	7,60	64	68	65	1	5	1
MGTS	1,2***	-	-	23	47	48	47	0	0	0
Mosener	1,1***	-	(-2)**	54	62	58	59	0	0	0
MTS	-	-	(-1,9)**	0	78	84	79	0	0	1
OMZ	(-3)**	-	-	0	45	53	56	0	0	1
Purnefteg	-	(-1)**	-	38	-	-	-	1	0	0
RAO	-	(-0,5)*	-	53	54	52	55	0	0	0
RITEK	(-1,6)*	-	-	0	-	-	30	1	0	0
Rostelecom	-	-	(-1)***	51	85	82	76	0	0	0

Rostovener	-	(-1,6)**	-	49	-	-	-	0	0	0
Sberbank	(-1,7)**	-	-	61	38	45	57	0	0	0
Sibneft	1,6***	-	(-1,6)***	0	59	57	-	1	51	1
Sibtelecom	-	(-1,2)**	(-1,3)*	51	56	63	61	0	0	0
Severstal	-	-	(-0,9)***	0	33	47	60	0	0	1
Surgutneft	-	(-0,6)*	-	0	31	35	40	1	40	1
Tatneft	-	(-1,3)***	-	33	25	47	31	1	0	0
Uralsvyzinf	(-1,1)***	-	-	46	60	64	60	0	0	0
Yukos	-	-	(-3,7)**	0	29	30	-	1	45	1
UTK	-	-	(-1,1)**	51	58	67	68	0	0	0
36 and 6	4,6**	-	-	0	6	23	21	0	0	0

**Таблица 3. Результаты оценки кросс-секции для семи отдельных событий**

В таблице представлены результаты оценки кросс-регрессии по компаниям для семи событий. Дата и краткое описание событий приводятся в первой и последней колонках соответственно. Значимые результаты отмечены светло-голубым цветом. Количество звездочек указывает уровень значимости коэффициента, как обычно.

Date	c	TD	Gvt	Oil	Ls	Olig	TD*Gvt	Brief description
17.06.2004	-0,03	0,073*	0,124*	0,025***	0,08***	0,03**	-0,113	Putin's statement that the authorities are not interested in Yukos's bankruptcy
08.12.2004	0,03	(-0,101)**	-0,15	-0,009	(-0,06)*	-0,02	0,218	Tax claims to Vypelcom
26.01.2005	-0,016	0,035**	0,006	-0,005	(-0,01)**	0,003	-0,01	Tax claims to MNPZ
14.04.2005	0,008	-0,02	0,01	(-0,01)*	0,02	(-0,02)***	-0,006	Information of Lukoil's tax check-up
20.06.2005	0,041	(-0,076)**	-0,02	-0,007	-0,01	0,004	0,089	Vypelcom got foreign investors to know that the company had been under suspicion of tax evasion
19.12.2005	0,04	-0,05	(-0,17)*	(-0,008)*	-0,03	0,0036	0,3	Tax claims to UTK
11.12.2006	0,03	-0,07	-0,09	(-0,02)***	-0,06	0,009	0,213	Shell had to sell its Sahalin-2's share

Таблица 4. Результаты оценки панели с фиксированным временным эффектом (панель А - все события, панель В – только события, касающиеся государственных компаний)

**Панель А. Все события**

Risk proxies	Positive events	Negative events	Negative Oil events	Negative Tax events
TD	(-0.0175)*	0.00674	0.0141*	0.0144**
Gvt	-0.0082	0,0237**	0.0268**	0.0220*
Oil	0.00471*	(-0,00359)**	(-0.00493)***	-0.00597***
Ls	0.015	(-0.0166)**	(-0.0263)***	-0.0159*
Olig	0.0028	-0.00331	0.00122	-0.000903
TD*Gvt	0.0228	(-0.0376)**	(-0.042)**	-0.0395**
Average const	0.016	-0.0102	-0.0137	-0.0145

**Панель В. События, касающиеся только частных компаний**

Risk proxies	Positive events	Negative events	Negative Oil events	Negative Tax events
TD	(-0.0189)*	0.00795	0.0148**	0.0174**
Gvt	-0.0113	0.0238**	0.0269**	0.0284**
Oil	0.00460	(-0.00387)**	(-0.00554)***	(-0.00675)***
Ls	0.0171	(-0.0222)***	(-0.0249)**	(-0.0181)*
Olig	0.00200	-0.000178	0.00132	-0.000493
TD*Gvt	0.0302	(-0.0386)**	(-0.0429)**	(-0.0491)**
Average const	0.0178	-0.0104	-0.0143	-0.0161





**Таблица 5. Результаты оценки панели по каждому году отдельно**  
**Панель А. Все события**

Risk proxies	Positive events			Negative events	Negative Oil events						Negative Tax events		
	2004 year	2005 year	2006-07 years		2004 year	2005 year	2006-07 years	2004 year	2005 year	2006-07 years	2004 year	2005 year	2006-07 years
TD	-0.03	-0.013	-0.009	0.014	0.009	0.004	0.02*	0.04**	-0.006	0.016	0.015	0.013	
Gvt	-0.014	-0.023	0.027	0.023	0.027*	0.003	0.03*	0.06**	-0.001	0.024	0.026	0.006	
Oil	0.011*	0.005	0.0041	-0.003	(-0.006)***	(-0.004)*	(-0.005)*	(-0.008)**	-0.004	(-0.005)*	(-0.008)***	(-0.005)*	
Ls	0.045	-0.002	0.003	(-0.05)***	0.008	-0.003	(-0.05)***	0.001	-0.002	(-0.05)***	0.007	-0.001	
Olig	-0.001	0.005	0.005	0.004	-0.003	-0.001	0.006**	-0.006	0.001	0.004	-0.004	-0.003	
TD*Gvt	0.037	0.064	-0.061	-0.043	(-0.04)*	-0.005	(-0.05)*	(-0.111)**	0.01	-0.043	-0.049	-0.014	
Average const	0.034	0.009	0.001	-0.019	-0.01	-0.004	-0.022	-0.033	0.006	-0.02	-0.014	-0.011	

**Панель В. События, касающиеся только частных компаний**

Risk proxies	Positive events			Negative events	Negative Oil events						Negative Tax events		
	2004 year	2005 year	2006-07 years		2004 year	2005 year	2006-07 years	2004 year	2005 year	2006-07 years	2004 year	2005 year	2006-07 years
TD	-0.035	-0.013	-0.014	0.014	0.018	0.001	0.02*	0.04**	-0.006	0.016	0.0244*	0.011	
Gvt	-0.014	-0.023	0.017	0.023	0.037**	0.000	0.032*	0.058**	-0.007	0.024	0.0420*	0.003	
Oil	0.011*	0.000	0.002	-0.004	-0.006**	0.005**	(-0.005)*	(-0.007)**	(-0.005)*	(-0.005)*	0.009**	0.007**	
Ls	0.045	-0.002	0.018	(-0.05)***	0.000	0.005	(-0.05)***	0.001	0.004	(-0.05)**	0.001	0.015	
Olig	-0.002	0.005	0.000	0.004	-0.004	-0.001	0.005**	-0.006	0.001	0.004	-0.005	-0.003	
TD*Gvt	0.037	0.064	-0.048	-0.044	-0.069	0.004	(-0.05)*	(-0.111)**	0.019	-0.043	(-0.08)**	-0.004	
Average const	0.035	0.010	-0.001	-0.019	-0.016**	0.000	-0.022	-0.033	0.006	-0.020	-0.021	-0.007	

**Таблица 6. Результаты оценки модели с dummy-переменной, принимающей единицу для компаний, к которым уже предъявлялись разного рода претензии**

Risk proxies	Positive events	Negative events	Negative Oil events	Negative Tax events
TD	(-0.0204)**	0.00720	0.0144*	0.0139**
Gvt	-0.0115	0.0188*	0.0272**	0.0226*
Oil	0.00356	(-0.00478)***	(-0.00482)***	(-0.00605)***
Ls	0.0134	(-0.0147)**	(-0.0261)**	(-0.0149)*
Olig	0.00256	-0.000609	0.00127	-0.00112
TD*Gvt	0.0254	(-0.0309)*	(-0.0423)**	(-0.0408)**
Experienced	0.00513*	0.000174	-0.000657	0.000899
Average const	0.0190	-0.0101	-0.0139	-0.0142