

ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ

В. Ю. Наливайский, Р. А. Цой

ОЦЕНКА ВЛИЯНИЯ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ НА РЫНОЧНУЮ СТОИМОСТЬ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ

В статье представлены результаты эмпирического исследования влияния качества корпоративного управления на рыночную стоимость российских компаний, проведенного с использованием моделей множественной регрессии во временном и отраслевом разрезах. На базе осуществленного анализа делается вывод о том, что предлагаемая модель, основанная на методике скорректированной балансовой стоимости и учитывающая инвестиционную привлекательность компании, может объяснять рыночную цену акций в условиях российского рынка.

Развитие исследований в области корпоративного управления, связанных с анализом механизма увеличения акционерной стоимости компании, привело к появлению научной дисциплины, которая носит название управления, направленного на создание стоимости (Value-Based Management, VBM-подход). Эта концепция управления имеет целью качественное улучшение стратегических и оперативных решений на всех уровнях организации, влияющих на ключевые факторы стоимости. Главная целевая функция в рамках концепции VBM — максимизация стоимости компании.

Принципы корпоративного управления (ПКУ) [Принципы корпоративного управления..., 1999] нашли свое отражение в методах, применяемых в рамках VBM-подхода. Например, оценка инвестиционной привлекательности фирмы по методам VBM согласуется с ключевым аспектом ПКУ — обеспечением притока внешнего капитала. Принцип раскрытия информации и прозрачности предполагает предоставление регулярной, надежной и сопоставимой информации, позволяющей обеспечить надлежащий контроль над деятельностью предприятия. Именно данный принцип в сочетании с методами стоимостного управления дает возможность оценить эффективность менеджмента и обеспечить возможность оценки цен-

© В. Ю. Наливайский, Р. А. Цой, 2006

ных бумаг. Важные стратегические решения анализируются с точки зрения их влияния на стоимость бизнеса, что позволяет дать интегрированную стоимостную оценку как ближайшим, так и отдаленным последствиям, учесть влияние на различные направления бизнеса и т. д. Для менеджеров же они служат инструментом принятия решений по распределению оперативных ресурсов предприятия.

Таким образом, корпоративное управление, основанное на VBM-подходе, позволяет повысить инвестиционную привлекательность компании, создать приток внутренних и внешних инвестиций, обеспечить максимизацию стоимости компании. Кроме того, повышение стоимости бизнеса может явиться целью, для достижения которой становится возможным согласование интересов различных групп участников корпоративных отношений.

Поскольку стоимость компании в рамках VBM-подхода становится критерием, позволяющим адекватно оценивать эффективность решений по управлению бизнесом, постольку необходимо присутствие эффективных методов оценки стоимости бизнеса, а также определение ключевых факторов стоимости.

Существует три стандартных подхода к оценке [Об утверждении стандартов оценки, 2001]: *сравнительный, доходный и имущественный*. Согласно российскому законодательству [Об оценочной деятельности, 1998; Об утверждении стандартов оценки, 2001], оценщик обязан использовать все три подхода к оценке либо обосновать отказ от применения какого-либо из них. При полной и достоверной информации, полученной оценщиком, все три подхода должны иметь результаты, достаточно близкие по своему значению. В противном случае для определения итоговой величины рыночной стоимости компании анализируются преимущества, недостатки использованных подходов и качество полученной информации с присвоением каждому подходу весового коэффициента.

Неопределенность долгосрочного планирования развития компаний в российских условиях, узость фондового рынка и закрытость информации по слияниям и поглощениям приводят к сложности применения доходного и сравнительного методов. В итоге наиболее распространенным в российских условиях остается имущественный подход к оценке предприятий. Это обусловлено в первую очередь наличием достоверной и доступной исходной информации для расчетов (так как основной информационной базой имущественного подхода является баланс предприятия), а также использованием в определенной мере известных, традиционных для отечественной экономики затратных методов к оценке стоимости предприятия. Основным недостатком имущественного подхода является то, что он не учитывает будущие возможности предприятия в получении чистого дохода. Кроме того, расчет стоимости на основе затратного

подхода не дает возможности выявления источников создания стоимости, а следовательно, исключает управление ими.

В 80-е — 90-е гг. XX столетия видными западными экономистами были предложены методы по оценке и управлению бизнеса на базе показателей экономической прибыли. В их основе лежат ведущие факторы, влияющие на стоимость компании, затраты на собственный и заемный капитал и доходы, генерируемые существующими активами (при этом доход может выражаться в различных формах: прибыли, денежном потоке и т. д.). Показатели на основе экономической прибыли, с одной стороны, в наибольшей степени коррелируют с рыночной оценкой стоимости, а с другой стороны, могут быть использованы в оперативном управлении компанией. Применение этих методов, получивших широкое распространение на Западе, позволяет значительно уменьшить недостатки традиционных подходов (подр. см.: [Волков, 2005; Эрбар, Стюарт, 2005; Степанов]).

В частности, расчет EVA (Economic Value Added)² можно проводить по каждому отдельному периоду функционирования предприятия без дополнительного учета минувших событий и прогнозирования будущих, исходя из оцененной на основе бухгалтерских данных величины инвестированного капитала, в то время как традиционный метод чистой приведенной стоимости (Net Present Value, NPV-анализ) требует расчета необходимой величины инвестиций с точным определением объема и времени денежных потоков по периодам.

Таким образом, имущественный подход, в частности метод чистых активов (определяющий базовую стоимость компании как имущественного комплекса), в комбинации с методами, основанными на расчете показателей экономической добавленной прибыли, позволяет получить оценку стоимости, учитывающую максимальное количество факторов создания стоимости: размер чистых активов, доходность (собственного капитала, инвестиций, совокупных активов), возможные риски и влияние фондового рынка.

Существует ряд косвенных подтверждений наличия зависимости между качеством корпоративного управления и стоимостью компаний, построенных на данных опросов в разных странах (см., напр.: [Кумз и др.,

² Экономическая добавленная стоимость — это экономический эквивалент прибыли компании с учетом стоимости как заемного, так и собственного капитала. Концепция EVA разработана компанией Stern Stewart&Co. Методика расчета экономической добавленной стоимости удачно сочетает простоту и возможность определения стоимости компании, а также мотивирует управленческий персонал к принятию эффективных инвестиционных решений. EVA является индикатором качества управленческих решений: постоянная положительная величина этого показателя свидетельствует об увеличении стоимости компании, тогда как отрицательная — о ее снижении.

2003]. Анализ литературы выявил ряд исследований, касающихся непосредственного влияния корпоративного управления на стоимость российских компаний.

В работе Б. Блэка [Black, 2001], профессора Стэнфордского университета, установлена существенная зависимость соотношения стоимости реальной рыночной капитализации и потенциальной капитализации этих фирм на западном рынке от уровня корпоративного управления. Предварительные расчеты, проведенные Блэком, прогнозировали 700-кратное увеличение стоимости компании при условии улучшения качества корпоративного управления от низшего уровня к высшему. Однако небольшая выборка (данные по 21 компании за один только 1999 г.), простая однофакторная модель и использование неоднозначных для интерпретации показателей «потенциальной» капитализации не позволяют рассматривать данное исследование как достаточно полное и современное.

Исследование Центра экономических и финансовых исследований и разработок (ЦЭФИР) продолжило работу Блэка [Рачинский, 2003]. Выборка охватывала 30 компаний в период с 2000 по 2002 г. Использовались данные не только CORE-рейтинга, как у Блэка, но и рейтинга Brunswick Warburg. Результаты показали, что улучшение качества корпоративного управления, рост финансовых показателей и общий рост рынка оказывают положительное влияние на стоимость компаний. Изменение рейтинга на 15 пунктов соответствовало росту стоимости компании на 37%.

В работе Государственного университета — Высшей школы экономики (ГУ-ВШЭ) использовались панельные данные за тот же период [Старюк, Полиенко, 2004]. Полученные выводы позволяют прогнозировать рост рыночной стоимости в 1,9 раза при росте рейтинга корпоративного управления (с наихудших до наиболее высоких стандартов) в условиях неизменности прочих параметров.

Анализ моделей, использованных в этих исследованиях, показал наличие в них ряда существенных недостатков. Так, в модели [Рачинский, 2003] были использованы переменные логарифма выручки и эффективности, которая рассчитывалась как отношение прибыли к выручке. Таким образом, дважды использовался один и тот же показатель, что не могло не привести к возникновению проблемы мультиколлинеарности. Кроме того, исследование проводилось по 30 компаниям, каждая из которых имела от 1 до 5 наблюдений, т. е. всего могло иметь место не более 150 наблюдений, однако в итоговой таблице их заявлено 246.

В исследовании [Старюк, Полиенко, 2004] предпринята попытка учесть отраслевую специфику формирования рыночной стоимости компаний. С этой целью в модель включены так называемые фиктивные переменные (dummy) для компаний электроэнергетики, экспортно-ориентирован-

ных (экспорт природных ресурсов) и телекоммуникационных компаний. Однако в окончательных выводах речь шла лишь о том, что экспортно-ориентированные компании при прочих равных условиях капитализируются российским фондовым рынком выше, чем компании, представленные в иных секторах. По другим отраслям никаких выводов сделано не было.

Убедительное подтверждение влияния корпоративного управления на формирование стоимости можно получить лишь на базе значительного количества измерений за длительный промежуток времени и учитывая влияние как финансовых, так и макроэкономических факторов.

В рамках настоящего исследования выдвинуты следующие гипотезы.

Гипотеза 1. Корпоративное управление является фактором формирования рыночной стоимости компаний.

Гипотеза 2. Улучшение качества корпоративного управления положительно влияет на рыночную стоимость компаний вне зависимости от финансовых характеристик, отраслевых особенностей, размера компаний и рыночных ситуаций.

Гипотеза 3. Влияние уровня корпоративного управления на рыночную стоимость компании изменяется во времени.

Гипотеза 4. Существуют отраслевые особенности, обуславливающие воздействие факторов на формирование рыночной стоимости компаний.

Проверка указанных гипотез проводилась с использованием моделей множественной регрессии для выборки наблюдений за период с 2001 по 2005 г.

Для оценки рыночной стоимости компании была использована методика скорректированной балансовой стоимости (или методика чистых активов) с учетом факторов рентабельности, финансовой устойчивости, уровня корпоративного управления и макроэкономической ситуации в стране. Выбор показателей, оценивающих влияние этих факторов, проводился, принимая во внимание эконометрические требования отсутствия мультиколлинеарности в моделях, кроме того, принимался во внимание опыт предыдущих исследований.

В ряде моделей в качестве основных финансовых показателей, влияющих на формирование рыночной стоимости, использовались показатели выручки и рентабельности продаж [Рачинский, 2003] или рентабельности собственного капитала [Старюк, Полиенко, 2004]. В первом случае это приводило к мультиколлинеарности, во втором — способствовало возникновению вывода о том, что «рентабельность собственного капитала не оказывает последовательного влияния на рыночную стоимость (капитализацию) российских компаний и в значительной степени является отражением практики корпоративного управления, реализуемой компа-

ниями»³. Такие спорные выводы и утверждения, на наш взгляд, стали следствием неверного подбора показателей.

Практика оценочных компаний (см., напр.: [Линг, 1995; Сычев, 2005]) показывает, что выручка оказывает влияние на размер рыночной стоимости бизнеса компании только в условиях высокой прибыльности бизнеса, в противном случае стоимость компании приравнивается к стоимости ее имущественного комплекса. Предварительный анализ используемых данных свидетельствует о том, что среднее значение рентабельности продаж составляет 0,176747. В течение рассматриваемого периода пороговое (нормативное) значение нормы рентабельности достигало 15–20% [Ильенкова и др., 2004, с. 343]. Таким образом, прибыльность российских компаний за 2001–2005 гг. была близка к минимально достаточному значению. В этой связи использование выручки в качестве фактора стоимости компании не целесообразно.

В качестве зависимой переменной, характеризующей стоимость компании, была принята ее рыночная стоимость, т. е. капитализация компании. Этот показатель выбран в связи с тем, что он представляет стоимость компании с точки зрения инвесторов, мнение которых формируется в зависимости от качества корпоративного управления.

Состав факторных переменных, влияющих на формирование рыночной стоимости компании, был разбит на три группы:

- 1) переменные, описывающие качество корпоративного управления, — так называемый CORE-рейтинг, присвоенный Институтом корпоративного права и управления (ИКПУ) в 2001–2003 гг., а также данные Национального рейтинга корпоративного управления, присваиваемого агентством «Эксперт РА» совместно с Российским институтом директоров (РИД) в 2004–2005 гг. — RCG (Rating of Corporate Governance);
- 2) переменные, характеризующие финансовое состояние компаний:
 - *чистые активы* RA (pure assets) в качестве базовой стоимости компании как имущественного комплекса;
 - *рентабельность продаж* PROFIT (sales profitability) — отношение прибыли от реализации продукции (операционной прибыли) к объему продаж как *мера эффективности используемого капитала*;
 - *коэффициент* долгосрочного привлечения заемных средств FIXLOWN (fixed liabilities/owned capital) в качестве показателя, определяющего степень доверия кредиторов к заемщику и влияющего на стоимость привлекаемых средств;

³ Слайды к семинару «Влияние качества корпоративного управления в российских компаниях на их стоимость» <http://www.cgc.hse.ru/library.htm>, слайд 11.

3) индекс Российской торговой системы (РТС — RTS) как переменная, характеризующая макроэкономическую ситуацию в стране.

При формировании выборки наблюдений для построения моделей множественной регрессии в качестве источников информации использовались:

- ◆ квартальные отчеты компаний за 2001–2005 гг. из базы данных «Эмитент» ЗАО «Система комплексного раскрытия информации» (СКРИН);
- ◆ данные CORE-рейтинга, присвоенные ИКПУ 40 компаниям в течение 2001–2003 гг. [Динамика CORE-рейтинга]. По каждой компании имеется от 1 до 11 значений, рейтинг присваивался ежеквартально;
- ◆ данные Национального рейтинга корпоративного управления, присваиваемого агентством «Эксперт РА» совместно с Российским институтом директоров за 2004–2005 гг. [Результаты Национального рейтинга...]. В состав рейтинга входят около 150 компаний, рейтинг присваивался в течение 2004 г. — 1 раз, в 2005 г. — 3 раза;
- ◆ данные РТС, являющейся крупнейшей торговой площадкой в России по торговле корпоративными бумагами.

Формирование выборки данных для расчета финансовых показателей исследуемых компаний происходило с учетом следующих допущений:

- ◆ данные бухгалтерских балансов, представленные в соответствии с российскими стандартами финансовой отчетности, должны полно и правдиво отражать финансовое состояние соответствующей компании;
- ◆ в качестве единицы измерения приняты руб. в количестве 1 млн. Пересчет значений данных о капитализации из долларов США в рубли производится по курсу, установленному ЦБ на конец отчетного периода;
- ◆ расчет основных финансовых показателей осуществляется по данным неконсолидированной отчетности в связи с периодичностью присвоения рейтингов: CORE-рейтинг — ежеквартально, Национальный рейтинг — 3 раза в течение 2005 г.;
- ◆ в качестве данных о рыночной стоимости компании были взяты значения капитализации за отчетный период по сведениям СКРИНа, в случае отсутствия таковых — данные РТС на дату присвоения рейтинга.

Некоторые переменные имели распределение, далекое от нормального, что приводило к существенной неоднородности дисперсий ошибок — гетероскедастичности (heteroscedasticity). Этот вид нарушений стандартных предположений характерен для статистических данных, относящихся к одному моменту времени, но собранных по различным регионам и предприятиям.

Переход к логарифмам объясняемой переменной, чистых активов и индекса РТС позволил приблизить распределения этих величин к нормальному, что отвечает требованиям о применимости метода наименьших квадратов времени.

Исследуемая эконометрическая модель выглядит следующим образом:

$$\begin{aligned} LNMC = C_1 \times LNPA + C_2 \times PROFIT + C_3 \times FIXLOWN + \\ + C_4 \times RCG + C_5 \times LNRTS + C_6. \end{aligned}$$

С целью расширения выборки наблюдений и как следствие повышения достоверности получаемых результатов было проведено сравнение CORE-рейтинга Института корпоративного права и управления и Национального рейтинга корпоративного управления «РИД — Эксперт РА».

Несмотря на различия (использовались разные шкалы оценки: в одном случае — балльная оценка, в другом — деление на классы, а также различная структура оцениваемых рисков), у этих методик много общего. Обе методики оценивают такие аспекты корпоративного управления, как права акционеров, раскрытие информации, структура совета директоров и т. д. Оценка проводится по одному и тому же массиву информации. Основное отличие заключается в подходе: CORE-рейтинг рассчитывался независимо от желания руководства компании и не оплачивался ею.

На рис. 1. представлены компании, которые имели CORE-рейтинг за IV квартал 2003 г. и рейтинг агентства «РИД — Эксперт РА» за первое полугодие 2004 г. Поскольку временной разрыв составил всего один квартал, то сопоставление рейтингов за этот период представляется вполне корректным. Следует отметить, что компании более высокого класса по рейтингу агентства «РИД — Эксперт РА» имеют в среднем более высокую оценку в CORE-рейтинге.

Поскольку максимальная отметка шкалы CORE-рейтинга составляет 100, а в национальном рейтинге — 11 подклассов, то при условии, что шаг перехода из группы в группы постоянен, получаем значение этого шага, равное 9,09.

В табл. 1 продемонстрирована шкала перехода от значений CORE-рейтинга к значениям национального рейтинга, и наоборот. В результате получена возможность использования значений национального рейтинга при построении моделей множественной регрессии.

Коэффициент корреляции между значениями CORE-рейтинга и нормированного CORE-рейтинга (т. е. пересчитанного согласно шкале перехода) равен 0,948712, что является довольно высоким показателем и свидетельствует о правильности выбора шкалы перехода от значений CORE-рейтинга к значениям национального рейтинга.

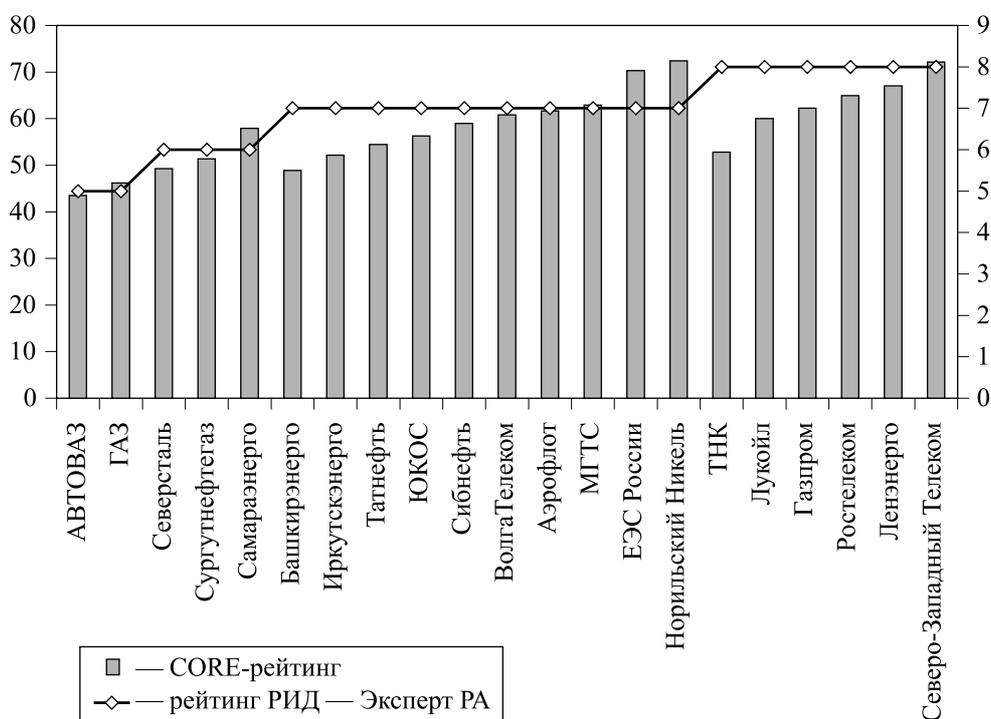


Рис. 1. Сравнение рейтингов

Таблица 1

Шкала расчета сводного рейтинга

РИД — Эксперт РА	Сводный рейтинг	CORE-рейтинг
A++	11	90,91–100
A+	10	81,82–90,9
A	9	72,73–81,81
B++	8	63,64–72,72
B+	7	54,55–63,63
B	6	45,46–54,54
C++	5	36,37–45,45
C+	4	27,28–36,36
C	3	18,19–27,27
D	2	9,1–18,18
SD	1	0–9,09

Примечание: В зависимости от качества корпоративного управления компании — участники рейтинга «РИД — Эксперт РА» могут быть отнесены к одному из рейтинговых классов: от класса D — компании с неудовлетворительным уровнем корпоративного управления до класса A — компании с высоким уровнем корпоративного управления.

Поскольку с 2004 г. Институт корпоративного права и управления больше не представляет информацию о своем рейтинге, то использование разработанной методики позволяет сделать расчет сквозной модели по данным за 2001–2005 гг. для 141 компании с применением сводного рейтинга.

Анализ моделей, представленных в табл. 2 показывает, что все коэффициенты имеют высокую значимость, за исключением коэффициента при индексе РТС в моделях, рассчитанных по данным сводного рейтинга и рейтинга «РИД — Эксперт РА».

Таблица 2

Результаты регрессионного анализа

	CORE-рейтинг		РИД-Эксперт РА		Сводный рейтинг	
Количество компаний	39		102		141	
Количество наблюдений	294		172		466	
Переменные	Коэффициент	Prob*	Коэффициент	Prob	Коэффициент	Prob
<i>LNPA</i>	0,799208	0,0000	0,950146	0,0000	0,887340	0,0000
<i>FIXLOWN</i>	2,937924	0,0000	2,548048	0,0000	2,922329	0,0000
<i>PROFIT</i>	2,245350	0,0000	0,875240	0,0845	1,613571	0,0000
<i>RCG</i>	0,125085	0,0300	0,207597	0,0219	0,135585	0,0038
<i>LNRTS</i>	0,495196	0,0024	0,027820	0,9487	0,004538	0,9653
<i>C</i>	-2,679840	0,0037	-1,813345	0,5039	-0,690358	0,3075
Коэффициент детерминации R^2	0,763672		0,725411		0,754285	
Скорректированный R^2_{adj}	0,759569		0,717140		0,751614	
Статистика $D-W$	1,840219		1,766855		1,819288	
F -статистика	186,1288		87,70784		282,4173	
Prob. (F -статистика)	0,000000		0,000000		0,000000	

Примечание: * здесь и далее Prob — это статистическая значимость коэффициентов регрессии по t -статистике.

На наш взгляд, незначимость данного коэффициента в указанных моделях объясняется тем, что рейтинг агентства «РИД — Эксперт РА» выставлся, как отмечалось, нерегулярно. Кроме того, структура этой выборки наблюдений существенно отличается от выборки по CORE-рейтингу. Компании, ценные бумаги которых входили в структуру индекса РТС, составляли 70% выборки рейтинга ИКПУ. Большинство же компаний (2/3), имеющих рейтинг «РИД — Эксперта РА», имеют среднюю и низкую ликвидность сво-

их ценных бумаг. В то же время в выборке присутствуют компании, имеющие высокую капитализацию, высокий рейтинг корпоративного управления (КУ) и достаточно много наблюдений (вес в выборке), которые не учитываются в структуре индекса РТС, например «Вымпелком», МТС, ТНК-ВР. Таким образом, чем больше структура выборки отличается от структуры индекса РТС, тем менее значимым становится соответствующий коэффициент.

Проверка на мультиколлинеарность, проведенная с помощью расчетов дополнительных регрессий, показала отсутствие данной проблемы в моделях. Таким образом, можно утверждать, что рейтинг корпоративного управления не зависит от финансовых характеристик компании и макроэкономической ситуации в стране.

В связи с направленностью исследования особый интерес вызывает коэффициент, стоящий при переменной RCG , описывающей уровень качества корпоративного управления в компании. Полученные результаты подтверждают гипотезу о том, что качество корпоративного управления действительно является фактором, положительно влияющим на рыночную стоимость компании. В среднем, по данным сводного рейтинга за 2001–2005 гг., российские компании, повышая свой рейтинг корпоративного управления на единицу, могли рассчитывать на рост рыночной цены в $e^{0,135585}$, или в 1,145207 раза, т. е. на 14,5%.

В модели «CORE-рейтинг» влияние данного фактора ниже, чем в модели «РИД — Эксперт РА»: на единицу повышения сводного рейтинга прирост капитализации — в 1,133245 и 1,230717 раза соответственно. Поскольку выборки относились к разным временным периодам, то появилось предположение о возрастании влияния качества корпоративного управления на рыночную стоимость компаний с течением времени.

В табл. 3 приведены статистические характеристики моделей, рассчитанные по данным за 2001–2003 гг. и за 2005 г. Модель за 2004 г. просчитать не удалось в связи с тем, что рейтинг корпоративного управления присваивался всего один раз, поэтому значение индекса РТС для всех наблюдений одно и то же, а следовательно, матрица (система уравнений) является вырожденной и не имеет ненулевого решения.

Динамика изменения влияния рейтинга корпоративного управления показывает, что влияние корпоративного управления на формирование стоимости компании в течение рассматриваемого периода не просто изменяется, а возрастает.

Если в 2001 г. вероятность того, что данный фактор будет являться незначимым, составляла 0,818 и прирост капитализации, который могло дать повышение рейтинга на единицу, достиг всего 3%, то через четыре года он вырос до 38% и значимость этого фактора подтверждалась по t -критерию на уровне 5%.

Таблица 3

Статистические характеристики годовых моделей

	2001 г.			2002 г.			2003 г.			2005 г.		
	Коэф-фици-ент	Prob	β_i^*	Коэф-фици-ент	Prob	β_i	Коэф-фици-ент	Prob	β_i	Коэф-фици-ент	Prob	β_i
Количество компаний	33			39			24			48		
Количество наблюдений	83			112			99			92		
Переменные	Коэф-фици-ент	Prob	β_i^*	Коэф-фици-ент	Prob	β_i	Коэф-фици-ент	Prob	β_i	Коэф-фици-ент	Prob	β_i
<i>LNPA</i>	0,751	0,000	0,764	0,835	0,000	0,772	0,853	0,000	0,771	0,998	0,000	0,778
<i>FIXLOWN</i>	1,924	0,000	0,233	3,199	0,000	0,430	3,618	0,000	0,500	2,246	0,000	0,267
<i>PROFIT</i>	1,932	0,006	0,184	2,290	0,000	0,202	2,412	0,000	0,239	0,618	0,343	0,055
<i>RCG</i>	0,027	0,818	0,014	0,092	0,359	0,051	0,199	0,016	0,124	0,325	0,021	0,144
<i>LNRTS</i>	0,434	0,501	0,038	4,062	0,272	0,057	0,739	0,082	0,084	0,427	0,491	0,040
<i>C</i>	-0,963	0,785		-23,87	0,271		-5,385	0,053		-5,699	0,166	
Коэффициент детерминации R^2	0,756527			0,722035			0,786738			0,744784		
Скорректированный R_{adj}^2	0,740717			0,708923			0,775273			0,729946		
Статистика <i>D-W</i>	2,423232			1,629772			2,110937			1,779728		
<i>F</i> -статистика	47,85124			55,06847			68,61682			50,19392		

Примечание: * β_i — стандартизованные коэффициенты регрессии.

Поскольку данные за 2004 г. не могли быть использованы для расчета годовых моделей в связи с вырожденностью матрицы, постольку был применен способ построения моделей для двухлетних пересекающихся выборок. Этот способ позволил учесть данные за 2004 г. в анализе временных изменений влияния корпоративного управления на рыночную стоимость компаний, провести исследование по наиболее представительным выборкам наблюдений и получить более достоверные результаты.

Анализ результатов также подтверждает выявленную тенденцию возрастания влияния корпоративного управления на рыночную стоимость компаний в течение рассматриваемого периода (табл. 4).

Влияние фактора качества корпоративного управления, которое отражено в рейтинге КУ в течение всего рассматриваемого периода, растет, что хорошо видно на представленных на рис. 3. гистограммах, только в годовых моделях этот рост выражен более резко.

Расчет моделей по временным периодам показал: для того чтобы рейтинги корпоративного управления начали оказывать существенное влияние на стоимость компаний, требуется весьма длительный отрезок времени. Длительность этого периода для каждой компании зависит от того, насколько система корпоративного управления компании будет ориентирована на суть происходящих процессов, а не на их формальные признаки.

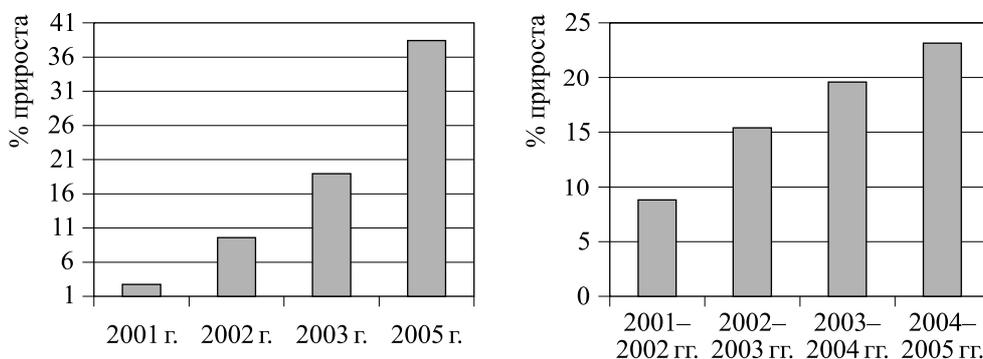


Рис. 3. Динамика прироста капитализации на единицу повышения рейтинга КУ

Представленные в выборке предприятия позволили рассчитать модели по отраслевому признаку и выделить отраслевую специфику влияния исследуемых факторов (табл. 5). Анализ указанных моделей выявляет отрасли, для которых воздействие качества корпоративного управления на стоимость компании неоспоримо и весомо: нефтегазовую и телекоммуникационную, а также отрасль, для которой влияние этого фактора довольно низкое, — электроэнергетическую. Металлургическая и машиностроительная отрасли относятся к «среднякам».

Таблица 4

Статистические характеристики по двухлетним пересекающимся выборкам

	2001–2002 гг.			2002–2003 гг.			2003–2004 гг.			2004–2005 гг.		
	Коэф-фициент	Prob	β_i									
Количество компаний	39			37			86			102		
Количество наблюдений	195			211			179			172		
Переменные	Коэф-фициент	Prob	β_i									
<i>LNPA</i>	0,787	0,000	0,759	0,837	0,000	0,759	0,910	0,000	0,796	0,950	0,000	0,782
<i>FIXLOWN</i>	2,682	0,000	0,341	3,360	0,000	0,449	3,417	0,000	0,393	2,548	0,000	0,302
<i>PROFIT</i>	2,096	0,000	0,190	2,395	0,000	0,219	2,067	0,000	0,167	0,875	0,085	0,076
<i>RCG</i>	0,085	0,259	0,045	0,143	0,031	0,083	0,158	0,03	0,082	0,208	0,022	0,110
<i>LNRTS</i>	0,259	0,354	0,036	0,845	0,004	0,103	0,171	0,659	0,015	0,028	0,949	0,005
<i>C</i>	-0,906	0,558		-5,437	0,002		-2,183	0,396		-1,813	0,504	
Коэффициент детерминации R^2	0,737426			0,756221			0,796890			0,725411		
Скорректированный R^2_{adj}	0,730480			0,750275			0,791020			0,717140		
Статистика $D-W$	1,709556			1,784765			1,859138			1,766855		
F -статистика	106,1595			127,1848			135,7509			87,70784		

Таблица 5

Отраслевые модели

	Нефтегазовый сектор		Телекоммуникации		Электроэнергетика		Машиностроение			Металлургия					
	Коэф-фици-ент	Prob	β_i	Коэф-фици-ент	Prob	β_i	Коэф-фици-ент	Prob	β_i	Коэф-фици-ент	Prob	β_i			
Количество компаний	13		14		39		10			10					
Количество наблюдений	118		98		121		36			32					
Переменные	Коэф-фици-ент	Prob	β_i	Коэф-фици-ент	Prob	β_i	Коэф-фици-ент	Prob	β_i	Коэф-фици-ент	Prob	β_i			
<i>LNPA</i>	0,583	0,000	0,751	0,974	0,000	0,807	0,926	0,000	0,810	0,757	0,000	0,926	0,795	0,000	0,887
<i>FIXLOWN</i>	1,693	0,000	0,341	0,340	0,338	0,043	0,009	0,988	0,001	0,831	0,135	0,166	1,215	0,270	0,077
<i>PROFIT</i>	1,322	0,006	0,161	0,357	0,426	0,033	2,348	0,000	0,269	0,065	0,948	0,008	0,807	0,563	0,084
<i>RCG</i>	0,464	0,000	0,295	0,243	0,000	0,214	0,002	0,978	0,001	0,094	0,475	0,095	0,117	0,395	0,075
<i>LNRTS</i>	0,543	0,009	0,146	0,001	0,997	0,001	0,421	0,002	0,124	0,322	0,363	0,126	0,784	0,024	0,202
<i>C</i>	-1,60	0,212		-1,35	0,050		-3,30	0,004		-0,86	0,691		-3,53	0,209	
Коэффициент детерминации R^2	0,731864		0,870218		0,851809		0,750166			0,890965					
Скорректированный R^2_{adj}	0,719450		0,863164		0,846361		0,708527			0,869997					
Статистика <i>D-W</i>	1,757403		1,476560		1,843965		1,786773			1,604388					
<i>F</i> -статистика	58,95610		123,3758		156,3467		18,01591			42,49114					
Prob. (<i>F</i> -статистика)	0,000000		0,000000		0,000000		0,000000			0,000000					

Наиболее существенное влияние качества корпоративного управления на капитализацию выявлено в компаниях нефтегазового сектора. Повышение рейтинга на один пункт может дать прирост рыночной стоимости в $e^{0,4635}$, или в 1,59 раза. Это объясняется тем, что нефтегазовые компании являются экспортно-ориентированными и наиболее привлекательными для иностранных инвесторов, которые предъявляют жесткие требования к уровню корпоративного управления.

Вслед за компаниями нефтяного сектора наибольший интерес инвесторов вызывают операторы связи. В целом по выборке за 2001–2005 гг. именно телекоммуникационные компании имеют самый высокий рейтинг корпоративного управления среди российских компаний. Отечественный рынок телекоммуникаций является одним из самых быстроразвивающихся в мире. В частности, объем инвестиций в него с 1996 по 2004 г. вырос в 2,3 раза. В 2004 г. российские инвестиции превысили 4 млрд долл., а зарубежные составили 1,1 млрд долл. [Центр сертификации и рейтингов..., 2005, с. 64–65]. Доля «дочерних» западных фирм в российских компаниях сотовой связи превышает 30% [Гришанков, Кабалинский, 2004, с. 111]. Наличие иностранного инвестора всегда положительно влияет на качество корпоративного управления. Незначимость коэффициента при логарифме индекса РТС в этой модели можно объяснить тем, что компании данного сектора в структуре индекса занимают не более 3,8%.

Капитализация компаний электроэнергетики в рассматриваемый период в значительной степени зависит от величины чистых активов, эффективности продаж и макроэкономической ситуации на рынке, что, на наш взгляд, выступает следствием особых условий формирования и существования этих компаний. Исторически сложилось, что электроэнергетика представляет собой естественную монополию, холдинг, во главе которой стоит РАО «ЕЭС России», а все электроэнергетические компании, за исключением «Башкирэнерго», «Иркутскэнерго», «Новосибирскэнерго» и «Татэнерго», являются дочерними или зависимыми организациями по отношению к нему. Таким образом, механизмы конкуренции, к которым можно отнести корпоративное управление, в данной отрасли развиты весьма слабо.

Для компаний цветной и черной металлургии значимость таких факторов формирования рыночной стоимости, как рейтинг корпоративного управления, эффективность продаж и коэффициент привлечения долгосрочных заимствований, весьма низкая и их влияние очень слабо. Капитализация металлургических компаний имеет сильную зависимость от величины чистых активов и мировых цен на металл и готовый прокат.

Высокая капиталоемкость машиностроительных компаний, их традиционно низкая рентабельность и весьма длительный период возматности инвестиций стали причиной того, что единственным статистически значи-

мым фактором капитализации компаний машиностроения является величина их чистых активов.

Полученные результаты свидетельствуют о наличии значительных резервов в российских компаниях по направлению совершенствования качества корпоративного управления, повышения эффективности продаж и привлечения долгосрочных заимствований.

Итак, можно сделать вывод о том, что существуют другие факторы, влияющие на рыночную стоимость компаний, причем эти факторы различны для разных отраслей. Тем не менее, довольно высокий уровень аппроксимации рассчитанных моделей свидетельствует о незначительной роли этих неучтенных факторов.

Исследование, проведенное с помощью эконометрических методов, показало, что рейтинг корпоративного управления действительно является фактором формирования рыночной стоимости, однако его влияние зависит от периода времени, для которого рассчитывается модель, и от отраслевой специфики исследуемых компаний.

Вне поля нашего зрения осталось деление компаний на две межотраслевые группы: так называемые голубые фишки и остальные компании, акции которых присутствуют на фондовом рынке. В действительности такое деление компаний общепринято, и, в контексте нашего исследования, имеется достаточно авторитетное мнение директора Российского института директоров И. Беликова, который утверждает, что наблюдаемая положительная корреляция между уровнем корпоративного управления и динамикой цен на акции компаний присуща чаще всего лишь «голубым фишкам», тогда как для остальных размер компании и ее доля на рынке являются основными и даже исчерпывающими факторами, которыми руководствуются инвесторы при решении о покупке акций компаний на российском рынке [Беликов, 2004, с. 25].

Исследования, на которые ссылается Беликов, базируются на анализе ситуации в период с 2001 по 2003 г, когда основная масса компаний только знакомилась с принципами КУ. С целью проверки утверждения директора РИД рассчитаны модели для двух межотраслевых группировок: так называемых голубых фишек и для всех остальных компаний выборки наблюдений. В состав модели «голубые фишки» вошли данные по следующим компаниям: «АВТОВАЗ», «Газпром», ГМК «Норильский Никель», «Лукойл», «Сургутнефтегаз», «Сибнефть», «Татнефть», ЮКОС, РАО «ЕЭС России», «Вымпелком», «Ростелеком» и «Уралсвязьинформ». Данные по «Сбербанку России» не учитывались в связи с тем, что эта компания не имеет рейтинга КУ. Результаты моделирования представлены в табл. 6.

Анализ представленных моделей свидетельствует о том, что влияние рейтинга корпоративного управления в модели, рассчитанной для «го-

лубых фишек», выше, чем в общей модели (см. табл. 2, «сводный рейтинг»), и существенно выше, чем в уравнении регрессии для всех остальных компаний.

Таблица 6

Сравнительная характеристика моделей

	«Голубые фишки»			Остальные		
Количество компаний	12			129		
Количество наблюдений	136			330		
Переменные	Коэф-фициент	Prob	β_i	Коэф-фициент	Prob	β_i
<i>LNPA</i>	0,764365	0,0000	0,86059	0,734211	0,0000	0,68332
<i>FIXLOWN</i>	2,675743	0,0000	0,40110	2,388287	0,0000	0,41884
<i>PROFIT</i>	1,232933	0,0154	0,15988	0,887949	0,0216	0,08899
<i>RCG</i>	0,158221	0,0386	0,12628	0,089901	0,1180	0,06559
<i>LNRTS</i>	0,320344	0,1119	0,09268	0,078945	0,5073	0,02721
<i>C</i>	-0,848072	0,0000		0,734211	0,4354	
Коэффициент детерминации R^2	0,667219			0,524313		
Скорректированный R^2_{adj}	0,654420			0,516973		
Статистика $D-W$	1,612888			1,574398		
F -статистика	52,12957			71,42414		

Очевидно, что уровень корпоративного управления положительно влияет на рыночную стоимость всех компаний, хотя, безусловно, его воздействие более значимо и существенно в первую очередь для наиболее привлекательных с точки зрения иностранных инвесторов компаний. Кроме того, «голубые фишки» имеют более высокую среднюю рентабельность продаж (0,31 против 0,17) и более высокое среднее значение коэффициента привлечения долгосрочных обязательств (0,23 против 0,18). Влияние данных факторов на формирование рыночной стоимости у «голубых фишек» также выше. Это означает, что чем выше эффективность компании с точки зрения использования капитала и привлечения инвестиций, тем сильнее влияние этих факторов на стоимость компании. Степень влияния индекса

РТС на стоимость «голубых фишек» также выше в связи с тем, что операции с акциями именно этих компаний и составляют основную массу сделок на российском фондовом рынке.

Анализ всех 19 рассчитанных моделей показывает, что коэффициент при переменной размера чистых активов статистически значим для всех регрессий. Следовательно, размер компании, определяемый размером ее чистых активов, действительно является основным фактором формирования стоимости фирмы.

Несмотря на то что значимость остальных факторов была не всегда высокой, а иногда и просто низкой, их влияние обычно было положительным. Исследование моделей показало, что значимость и влияние таких фундаментальных финансовых показателей, как финансовая устойчивость и рентабельность продаж, имеют четко выраженную отраслевую специфику. Учет влияния макроэкономической среды на капитализацию, которое выражено индексом РТС, очевидно, зависит как от того, насколько часто выставляется рейтинг, так и от того, насколько продолжителен временной ряд выборки наблюдений. Кроме того, значимость коэффициента при логарифме индекса РТС находится в существенной зависимости от структуры выборки, т. е. входящих в нее компаний.

Влияние качества корпоративного управления имеет устойчивый и стабильный характер во всех межотраслевых моделях. При этом его величина существенно зависит от присутствия иностранных инвесторов в отрасли и от периода, для которого рассчитывается модель.

В ходе исследования динамики воздействия разных факторов на рыночную стоимость компании в различные периоды времени нами было установлено, что влияние качества корпоративного управления на рыночную стоимость компании в течение рассматриваемого периода устойчиво растет.

Проведенный анализ позволяет выделить два наиболее перспективных направления использования полученных результатов в практике прогнозирования динамики развития компаний и оценки параметров их текущего состояния.

Во-первых, модели множественной регрессии дают основания сформулировать принципиально новый метод оценки рыночной стоимости компаний, который по своей сути является синтезом затратного с элементами доходного подходов к оценке стоимости.

Во-вторых, установленные устойчивые зависимости и взаимосвязи между показателем, оценивающим качество корпоративного управления, и рыночной стоимостью компании позволяют оперативно и достаточно точно оценить уровень корпоративного управления этой компании. Фактически впервые может быть предложен экспресс-метод оценки уровня

корпоративного управления, базирующийся на общедоступных финансовых и макроэкономических данных.

Введение в модель оценки рыночной стоимости компании фактора, учитывающего качество корпоративного управления, позволяет максимально учесть отношение инвесторов к компании, придавая, однако, некоторую специфичность методу оценки. Поэтому в качестве примера использования полученных моделей для оценки стоимости компании приведем расчет капитализации для компаний, проводящих первоначальное публичное размещение акций (IPO — Initial Public Offering), что тоже не совсем типично.

Расчеты проводились для 4 компаний, осуществивших IPO в течение 2004–2005 гг., по различным моделям множественной регрессии, отбор которых для расчета рыночной капитализации осуществлялся в соответствие с качественными и количественными характеристиками компании. Поскольку все модели имеют различный уровень погрешности, постольку были рассчитаны средние значения прогноза капитализации компаний.

Представленные в табл. 7 расчетные значения имеют в целом довольно незначительные отклонения от фактических значений капитализации. Также было замечено, что при наличии отраслевой модели оценка рыночной стоимости компании имеет наименьшее расхождение с фактическим значением.

Таблица 7

Результаты расчетов рыночной капитализации компаний при IPO

Наименование компании	Капитализация по IPO, млн долл.	Расчетное значение, млн долл.	Отклонение от факта, %
АФК «Система»	8204,6	7212,9	-12,1
НПК «Иркут»	544,7	595,0	9,2
Концерн «Калина»	185,2	121,3	-34,5
Новолипецкий МК	8700,0	8877,8	2,0

Однако расчетное значение капитализации концерна «Калина» оказалось ниже фактического на 34,5%. Анализ последующих торгов показал, что в течение последующих полутора лет было зарегистрировано всего 9 рыночных сделок на общую сумму в размере 175 100 долл. Капитализация компании рассчитывалась по адресным и репо сделкам. При этом самый распространенный объем сделки — 1000 акций, и это при условии, что объем free-float акций «Калины» составляет около 32%, или 312 0740 шт. Можно сделать вывод о том, что на самом деле никакого движения акционерного капитала не происходило, а цена акций при IPO

была сильно завышена. При этом было создано искусственное превышение спроса над предложением на 39% (см. расхождение расчетной и фактической цены).

В отличие от математических функций эконометрические модели не обладают свойством обратимости, поэтому для моделирования оценки рейтинга корпоративного управления предлагается воспользоваться методом подбора значений показателя RCG. Его суть состоит в подборе такого значения RCG, при котором отклонение расчетного значения рыночной капитализации от фактического было бы минимальным.

Ни одна из представленных в табл. 8 компаний не проходила процедуру присвоения рейтинга корпоративного управления. Значения RCG представляют собой значения сводного рейтинга (табл. 1).

Таблица 8

Результаты расчетов значений рейтингов КУ

Компания-эмитент	Капитализация по IPO, млн руб.	Расчетное значение, млн руб.	Отклонение от факта, %	Значения RCG
«НОВАТЭК»	145 223,9	164 979,6	13,604	9
«Открытые инвестиции»	5047,4	5336,6	5,729	5
«Северсталь-авто»	14 330,4	16 078,0	12,196	6
«Седьмой континент»	17 802,6	1002,7	-94,367	11

Расчетные значения капитализации по трем из четырех компаний имеют незначительное отклонение от фактических данных, более того котировки акций этих компаний в ближайшие недели после IPO еще больше приблизились к расчетным значениям. Наилучшим подтверждением проведенных расчетов и прогноза рейтинга КУ для компании «НОВАТЭК» стало подведение итогов конкурса «Российские лидеры в сфере корпоративного управления: 2005⁴», который ежегодно проводится ассоциацией по защите прав инвесторов⁵ (АПИ). Компания «НОВАТЭК» вышла в финал в трех номинациях конкурса, включая главную номинацию «Компания с лучшим корпоративным управлением», а в номинации «Компания с наиболь-

⁴ См. : http://www.corp-gov.ru/bd/db.php3?db_id=3337&base_id=3

⁵ АПИ является некоммерческой организацией, созданной в апреле 2000 г. на базе Координационного центра по защите прав инвесторов с целью объединить усилия инвесторов по защите их прав и улучшению корпоративного управления в России. АПИ охватывает около 30 ведущих российских и иностранных инвестиционных компаний и банков с общим объемом инвестиций свыше 20 млрд долл. США.

шим прогрессом в развитии корпоративного управления» заняла первое место, тем самым подтвердив высокое прогнозное значение рейтинга корпоративного управления.

По компании «Седьмой континент» коэффициент P/BV (рыночная капитализация/балансовая стоимость) на следующий день после размещения составлял 22,98 (сравните с 5,74 у ОАО «Лукойл» и 2,07 — у ОАО «ГМК „Норильский Никель“»). Данное обстоятельство является следствием того, что в состав чистых активов не включается стоимость арендованных основных средств, а у крупных ритейлеров их стоимость вполне сопоставима со стоимостью собственных активов, а часто и превосходит их. Очевидно, что влияние исследуемых факторов на рыночную стоимость компаний для крупных розничных торговых сетей имеет существенную отраслевую специфику. В настоящее время ни одна из крупных розничных сетей не прошла процедуру присвоения рейтинга корпоративного управления, поэтому отсутствует информационная база для расчета модели, в полной мере учитывающей специфику этих компаний. При наличии же отраслевой модели расчет капитализации оказывается более точным (по сравнению с общими моделями).

Приведенные примеры показывают, что предлагаемая методика может быть использована в качестве вспомогательного инструмента как для оценки рыночной стоимости компаний, так и для экспресс-оценки уровня корпоративного управления в компании, при этом базируясь лишь на общедоступных финансовых и макроэкономических данных.

Литература

- Беликов И. Хорошее корпоративное управление: кто заплатит премию? // РЦБ. 2004. № 5. С. 24–29.
- Волков Д. Л. Управление ценностью: показатели и модели оценки // Российский журнал менеджмента. 2005. Т. 3. № 4. С. 67–76.
- Гришанков Д., Кабалинский Д. Шесть процентов новой экономики. Эксперт-400 // Эксперт. 2004. № 38. С. 97–100.
- Динамика CORE-рейтинга [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.iclg.ru/rurating12>
- Ильенкова С. Д., Гохберг Л. М., Суринов А. Е. и др. Инновационный менеджмент: Учебник для вузов. 2-е изд., перераб. и доп. М.: Юнити, 2004.
- Кумз П., Уотсон М., Кампос К., Ньюэлл Р., Уилсон Г. Цена корпоративного управления // Вестник McKinsey. 2003. № 1.
- Линг Р. Основы анализа и оценки бизнеса: Учебные материалы, подготовленные компанией Deloitte&Touche. М.: Перспектива, 1995.
- Об оценочной деятельности. Федеральный закон от 29 июля 1998 г. № 135–ФЗ.
- Об утверждении стандартов оценки. Постановление Правительства Российской Федерации от 6 июля 2001 г. № 519.

- Принципы корпоративного правления ОЭСР. 1999 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.corp-gov.ru/projects/principles-ru.pdf>
- Рачинский А.* Корпоративное управление и рыночная стоимость российских компаний. М.: ЦЭФИР, 2003.
- Результаты* Национального рейтинга корпоративного управления [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.rid.ru/page.php?id=4742>
- Старюк П. Ю., Полиенко В. И.* Корпоративное управление и стоимость компании: ситуация в России // Управление компанией. 2004. № 1. С. 50–57.
- Степанов Д.* Value-Based Management и показатели стоимости [Электронный ресурс]. — Режим доступа: http://www.iteam.ru/publications/strategy/section_20/article_948/
- Сычев Н.* Хождение по мукам владельца бизнеса // Управление компанией. 2005, № 12. С. 24–25.
- Центр сертификации и рейтингов ИНЭС.* На грани перемен // Экономические стратегии. 2005. № 4. С. 64–67.
- Эрбар А., Стюарт Б.* Революция EVA // Российский журнал менеджмента. 2005. Т. 3. № 4. С. 77–100.
- Black B.* The Corporate Governance Behavior and Market Value of Russian Firms // Emerging Markets Review. 2001. Vol. 2 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=263014

Статья поступила в редакцию 13 марта 2006 г.