

В статье систематизированы исследования роли качества корпоративного управления в повышении эффективности и рыночной стоимости российских компаний. Обобщены исследовательские модели, рассмотрены их противоречия и дискуссионные вопросы исследований данного типа. Основная проблема связана с недостатком общепризнанных показателей корпоративного управления, что вынуждает исследователей разрабатывать собственные индексы, т.к. рейтинги различных инвестиционных компаний, как правило, платные, следовательно недоступны для большинства компаний. Проведенный эмпирический анализ позволил сделать вывод о том, что отсутствие общепризнанных рейтингов является свидетельством того, что компаниям следует ориентироваться на интересы определенного целевого круга инвесторов, т.к. далеко не все параметры корпоративного управления оказывают влияние на решение о предоставлении средств.

**Ключевые слова:** корпоративное управление, стоимость компании, эффективность

**JEL:** G32, G34

К настоящему времени накопилось достаточно много исследований<sup>2</sup>, связывающих уровень практики корпоративного управления фирмы и стоимость компании (Durnev and Kim, 2005; Black, Jang and Kim, 2006a). В целом эти исследования подтверждают важность хорошего внутрифирменного корпоративного управления, особенно в странах со слабой правовой защитой инвесторов (Klapper and Love, 2004; Bruno and Claessens, 2010).

В исследовании Ениколопова, Петровой и Степанова (Enikolopov, Petrova, Stepanov, 2012) было эмпирически показано, что корпоративное законодательство и внутрифирменные стандарты управления дополняют друг друга с точки зрения влияния на стоимость компании. В частности, авторы обнаружили, что снижение стоимости компаний во время финансового кризиса 2007–2009 годов в значительной степени зависело от уровня прозрачности фирмы в странах с сильной защитой инвесторов. Разработанная теоретическая модель показала, что в обычной ситуации надлежащий уровень управления имеет решающее значение для привлечения внешнего финансирования в странах со слабой защитой прав инвесторов, но гораздо менее важен в странах с хорошей защитой инвестора. Однако во время кризиса корпоративное управление становится более значительным фактором даже в странах с сильной защитой инвесторов и, как следствие, возрастает относительное значение его внутрифирменного уровня в государстве. Однако при этом нет ясного и однозначного рецепта достижения этого оптимального уровня.

Существуют по крайней мере два различных подхода к решению данного вопроса. Один из подходов рассматривает в качестве базиса правовое регулирование корпоративных отношений. «Хороший» уровень корпоративного управления достигается в основном за счет исполнения обязательных норм и правил, которые защищают миноритарных инвесторов. Примеры такого подхода есть в Законе Сарбейнса–Оксли в США, правилах листинга Нью-Йоркской фондовой биржи (NYSE), которые включают, например, требование большинства независимых директоров и комитета по аудиту, состоящего исключительно из независимых директоров, а также в принципах корпоративного управления ОЭСР (OECD, 2004). Такой подход может быть эффективным, если общий уровень корпоративного управления является примерно одинаковым: тогда общий набор правил может быть применен во всем государстве и к большинству фирм в нем.

Если же понятие «хорошего» корпоративного управления значительно различается как между фирмами внутри страны, так и между разными странами, то подходящим становится более

1. Канд. эконом. наук, доцент кафедры финансово-экономического инжиниринга РГЭУ (РИНХ).

2. Поиск по ключевым словам «corporate governance» и «firm value» только на одном сайте Social Science Research Network (SSRN) выдал 862 работы различных исследователей за период с 1996 по 2012 год.

гибкий подход. Примерами такого подхода, включающего разъяснительные нормы и обязательные для соблюдения правила, являются Объединенный кодекс корпоративного управления Великобритании (Financial Reporting Council, 2006), а также Правила листинга на бразильской фондовой бирже Bovespa.

В настоящее время получены эмпирические доказательства того, что одинаковые правила корпоративного поведения не обязательно должны подходить для всех фирм во всех странах. Скорее всего, оптимальный уровень корпоративного управления различен у развитых и развивающихся рынков (Bebchuk and Hamdani, 2009), а также, возможно, различными у разных развивающихся рынков (Durnev and Fauver, 2007). В рамках конкретной страны уровень надлежащего корпоративного управления может зависеть от характеристик фирмы (Arcot and Bruno, 2006; Bruno and Claessens, 2007; Mulherin, 2005; Demsetz and Lehn, 1985). Однако можно сделать выводы о том, что существуют некие общие принципы корпоративного управления, которые могут быть применены в разных странах или фирмами внутри страны, даже если эти принципы несовершенны. В некоторых случаях (в Корее и Болгарии, например) принятие таких обязательных правил принесло пользу (Black, Jang, and Kim, 2006a; Atanasov, Black, Ciccotello and Gyoshev, 2010).

К сожалению, эмпирические исследования на тему влияния корпоративного управления на стоимость российских компаний не слишком многочисленны. Поэтому уделим им особое внимание.

В самой ранней работе на данную тему Бернарда Блэка (Black, 2001), профессора Стэнфордского университета, была обнаружена существенная зависимость соотношения стоимости реальной рыночной и потенциальной капитализации российских фирм на западном рынке от уровня корпоративного управления. Предварительные расчеты (данные по 21 компании за 1999 год), проведенные Блэком, прогнозировали 700-кратное увеличение стоимости компании при условии улучшения качества корпоративного управления от низшего уровня к высшему.

В статье Гоцмана, Шпигель и Ухова (Goetzman, Spiegel, Ukhov, 2002) авторы дали объяснение ценового различия между торгуемыми в России привилегированными и обыкновенными акциями, основанного на качестве управления, и представили доказательства серьезных положительных изменений корпоративного управления в России начиная с 1999 года.

Исследование А. Рачинского (Рачинский, 2003), сотрудника Центра экономических и финансовых исследований и разработок (ЦЭФИР), продолжило работу Блэка. Выборка охватывала период 2000—2002 годов по 30 компаниям. Использовались данные не только CORE-рейтинга<sup>1</sup>, как у Блэка, но и данные рейтинга Brunswick Warburg. Результаты исследования 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%. Рачинский также пришел к выводу о том, что рейтинги корпоративного управления не являются отражением фундаментальных финансовых переменных: «Факт отсутствия значительного изменения коэффициентов свидетельствует о том, что рейтинги и фундаментальные финансовые переменные являются отражением различных сторон деятельности компании и имеют разное влияние на ее стоимость». Однако в модели были использованы переменные логарифма выручки и эффективности, она рассчитывалась как отношение прибыли к выручке. Таким образом, дважды использовался один и тот же показатель, что не могло не привести к возникновению проблемы мультиколлинеарности<sup>2</sup>. Кроме того, исследование проводилось по 30 компаниям,

1. Данные CORE-рейтинга, присвоенные Институтом корпоративного права и управления (ИКПУ) 40 компаниям в период 2001—2003 годов. По каждой компании имеется от 1 до 11 значений, рейтинг присваивался ежеквартально.

2. Мультиколлинеарность – это коррелированность двух или нескольких объясняющих переменных в уравнении регрессии. При наличии этого явления в модели получаемые оценки оказываются нестабильными как в отношении статистической значимости, так и по величине и знаку (например, коэффициенты корреляции), следовательно, они становятся ненадежными.

имевшим от 1 до 5 наблюдений каждая, то есть всего не более 150 наблюдений, однако в итоговой таблице заявлено 246 наблюдений.

В работе Старюк и Полиенко (Старюк, Полиенко, 2004) использовались панельные данные за тот же период. Их результаты позволили прогнозировать рост рыночной стоимости в 1,9 раза при росте рейтинга КУ (с наихудших до наиболее высоких стандартов), при неизменности прочих параметров. Авторы ввели в модель помимо фундаментальных финансовых переменных, рейтинга КУ и индекса РТС, как у Рачинского, также фиктивные отраслевые переменные (дамми-переменные) для компаний электроэнергетики, экспортоориентированных (экспортирующих природные ресурсы) и телекоммуникационных компаний. Однако небольшая выборка (32 компании, данные максимум по 9 периодам) позволили сделать выводы лишь о том, что экспортоориентированные компании при прочих равных условиях капитализируются российским фондовым рынком выше, чем компании, представленные в иных секторах. По другим отраслям никаких выводов сделано не было.

Исследование Блэка, Лав и Рачинского (Black, Love and Rachinsky, 2006) дополнило и расширило предыдущее (Black, 2001): изучено 99 компаний (вместо 21); освещен период с 1999 по 2005 год; использовано шесть временных рядов данных корпоративного управления (вместо одного); для решения проблемы нивелирования переменной систематической ошибки был использован доступ к расширенным переменным параметрам управления; в качестве исследуемых переменных были использованы воспроизводимые измерения стоимости (коэффициент Q Тобина, рыночные показатели/балансовые показатели, рыночные показатели/результаты продаж) вместо неоднозначных для интерпретации показателей «потенциальной» капитализации, которые зависели от суждения аналитиков инвестиционного банка «Тройка Диалог». Основной вывод, сделанный в результате исследования: «по крайней мере в России качество управления влияет на стоимость фирмы при анализе устойчивых эффектов для фирмы».

Статья Наливайского и Цой (Наливайский, Цой, 2006) резюмировала выводы диссертационного исследования на тему «Оценка рыночной стоимости российских промышленных компаний с учетом влияния корпоративного управления». В представительную выборку (панельные данные 500 наблюдений по 100 фирмам) за период с 2001 по 2005 год были включены компании, удовлетворяющие двум условиям: во-первых, наличие рейтинга корпоративного управления от одного из агентств; во-вторых, имеющих котировку обыкновенных акций на одной из российских площадок (ММББ, РТС, С-Пб ФБ). Для данного исследования были использованы данные двух рейтингов: CORE-рейтинга, и Национального рейтинга корпоративного управления, представляемого консорциумом «Эксперт РА-РИД»<sup>1</sup>, поскольку именно они имеют наиболее представительную выборку, как по количеству компаний, так и по количеству временных периодов. Построенная многофакторная модель позволила доказать, что корпоративное управление действительно является фактором, положительно влияющим на формирование рыночной стоимости. В период 2001–2005 годах российские компании, повышая свой рейтинг корпоративного управления на единицу, могли рассчитывать в среднем на повышение рыночной цены на 14,5%.

Цель исследования Тычинской (Тычинская, 2010) состояла в оценке направления и характера влияния развития корпоративных институтов на показатели структуры капитала российских нефтегазовых компаний (в выборку попали данные за период 2000–2005 годов; 124 компании; таким образом, составлена панель из 746 наблюдений). Проведенный анализ показал, что для инвесторов значимы только четыре исследуемых параметра: количество отчетов по международным стандартам финансовой отчетности, торговля акциями на российских биржах, число директоров в совете, число независимых директоров в совете. Однако объясняющая способность регрессии была чрезвычайно мала. Был сделан вывод, «что хотя некоторые параметры корпоративного управления значимы для кредитора и инвестора в отношении нефтегазовых компаний, в целом оно никак не влияет на его решение о предоставлении заемных средств».

В работе Степановой и Кузьмина (Степанова, Кузьмин, 2011) изучалось влияние корпоративного управления на операционную эффективность фирм с помощью граничных методов DEA и

1. В 2004–2005 годах в рейтинге присутствовало около 150 российских компаний.

SFA. Качество корпоративного управления фиксировалось с помощью оригинального рейтинга, разработанного авторами. На выборке из 54 компаний, торгующихся на бирже ММВБ в 2007 году, было доказано, что повышение качества корпоративного управления, в частности таких его элементов, как соблюдение прав акционеров, раскрытие информации, увеличение доли миноритариев, положительно сказывается на операционной эффективности фирм.

Таким образом, эмпирические исследования за последние 11 лет на тему влияния корпоративного управления на эффективность российских компаний дают в основном положительный результат. Однако количественная оценка такого эффекта весьма затруднена.

Хотелось бы выделить одну проблему, с которой постоянно встречаются исследователи на российском поле корпоративного управления, – это недостаточность общепризнанных показателей, как в качественном, так и в количественном отношении. В статье Шипиловой (Шипилова, 2010) был сделан обзор наиболее известных рейтингов корпоративного управления, коммерческих и исследовательских, рассчитываемых различными зарубежными и отечественными агентствами; даны сравнительные характеристики по методикам их составления; и на основе анализа существующих рейтингов и исследований сделан вывод о том, что научно обоснованный алгоритм построения корпоративного рейтинга еще не создан. Из приведенных в статье 10 рейтингов лишь два доступны для российских компаний.

В период 1999–2003 годов рейтинги корпоративного управления (ПКУ) в России выставлялись всего тремя институтами: инвестиционной компанией Brunswick Warburg, международным агентством Standard&Poors и российским Институтом корпоративного права и управления (ИКПУ). Кроме того, в рейтинге Standard&Poors на тот момент присутствовало всего семь компаний, в рейтинге Brunswick Warburg – 21 компания, в рейтинге ИКПУ, так называемом CORE-рейтинге, – 40 компаний; причем все эти выборки пересекались. С 2004 года оценку качества системы корпоративного управления в российских акционерных обществах начал осуществлять консорциум «Эксперт РА-РИД». В 2004–2007 годы в данном рейтинге участвовало 150–200 компаний. Основная проблема таких оценок заключается в платности предоставляемых услуг и отсутствии преемственности результатов; как следствие — лишь немногие компании позволяют участвовать в списке.

Данные обстоятельства вынуждали исследователей использовать различные методики составления собственных комбинированных индексов, которые позволяли бы учесть все имеющиеся данные по различным компаниям за различные периоды времени. Так, в работе Наливайского и Цой (Наливайский, Цой, 2006) было проведено сравнение CORE-рейтинга и Национального рейтинга корпоративного управления «РИД – Эксперт РА» по методикам выставления и шкалам выставления баллов. В результате была предложена шкала перехода от значений CORE-рейтинга к значениям национального рейтинга, и наоборот. В исследовании Блэка, Лав и Рачинского (Black, Love and Rachinsky, 2006) были применены стандартизированные показатели качества управления для создания «комбинированного» индекса качества управления, который содержал все наблюдения по каждому показателю за каждый квартал, в течение которого показатели качества управления были доступны. В некоторых случаях были использованы рейтинги качества управления по одной и той же компании за один период, но из разных источников: инвестиционных банков «Тройка Диалог» и Brunswick Warburg, ИКПУ, рейтинговых агентств Standard&Poors и «РИД – Эксперт РА».

В период кризиса интерес компаний к получению публичных рейтингов корпоративного управления значительно снизился. В результате в списке Национального рейтинга корпоративного управления «РИД – Эксперт РА» в ноябре 2012 года всего 12 фирм. С июня 2011 года по инициативе Standard & Poor's прекращено оказание услуг по оценке корпоративного управления по методологии GAMMA. Таким образом, исследователям остается только изучать опыт развивающихся стран по составлению собственного рейтинга на основе публичных данных (Gompers, Ishii, Metrick, 2003; Klapper and Love, 2004; Ananchotikul, 2007), как это было сделано в работе Степановой и Кузьмина (Степанова, Кузьмин, 2011), где был построен оригинальный индекс для российских компаний, основанный на структуре индекса для

компаний Таиланда (Ananchotikul, 2007), или в статье Ружанской и Крутикова (Ружанская, Крутиков, 2007), где был построен индекс потенциала роста рыночной стоимости компании на примере компаний Уральского региона.

Здесь хотелось бы сделать одно замечание: отсутствие интереса российских компаний к публичным рейтингам корпоративного управления в кризисный и посткризисный период скорее противоречит выводам исследования (Enikolopov, Petrova, Stepanov, 2012). Означает ли это, что хороший уровень корпоративного управления не является фактором инвестиционной привлекательности для внешнего финансирования в России?

Скорее всего, дело в том, что на данном этапе первопроходцы корпоративного управления в нашей стране уже достигли предела прибавки рыночной стоимости компании, определяемой суверенными страновыми рисками. И их опыт показал, что заработать ее, повышая абстрактный уровень корпоративного управления, – дело весьма дорогостоящее.

С нашей точки зрения, корпоративное управление снижает риски инвесторов и повышает эффективность компаний, однако внедрение передового опыта в этой области оправданно лишь в случае выхода на международный рынок с целью привлечения иностранных стратегических или портфельных инвесторов, коих на российском рынке по-прежнему мало. Отсутствие общепризнанных рейтингов наводит на мысль, что компаниям следует ориентироваться на интересы определенного целевого круга инвесторов, т.к. далеко не все параметры корпоративного управления оказывают влияние на решение о предоставлении средств.

### Список литературы

1. Наливайский В.Ю., Цой Р.А. Оценка влияния корпоративного управления на рыночную стоимость российских компаний // Вестник Санкт-Петербургского государственного университета. Серия «Менеджмент». 2006. № 3. С. 62–84.
2. Рачинский А. Корпоративное управление и рыночная стоимость российских компаний. М.: ЦЭФИР, 2003.
3. Ружанская Л.С., Крутиков Д.В. Корпоративное управление и рыночная стоимость: практика компаний Уральского региона. Модернизация экономики и общественное развитие. В 3 кн. / под ред. Е.Г. Ясина. М., 2007. Кн. 2.
4. Старюк П.Ю., Полиенко В.И. Корпоративное управление и стоимость компании: ситуация в России // Управление компанией. 2004. № 1. С. 50–57.
5. Степанова А.Н., Кузьмин С.А. Корпоративное управление и операционная эффективность российских компаний // Корпоративные финансы. 2011. № 4. С. 24–39.
6. Тычинская Т.А. Качество корпоративного управления как фактор выбора структуры источников финансирования инвестиций // Известия Уральского государственного университета. Серия 3 «Общественные науки». 2010. № 1. С. 46–58.
7. Шипилова А.О. Качество корпоративного управления: коммерческие и исследовательские рейтинги // Корпоративные финансы. 2010. № 14. С. 94–102.
8. Ananchotikul, N. (2007), Does foreign direct investment really improve corporate governance? Evidence from Thailand. // Working paper. University of California, Berkeley. URL: [http://www.bot.or.th/Thai/EconomicConditions/Semina/MonthlyWorkshop/MonthlyWorkshop/June51\\_CGpaperNasha.pdf](http://www.bot.or.th/Thai/EconomicConditions/Semina/MonthlyWorkshop/MonthlyWorkshop/June51_CGpaperNasha.pdf) (дата обращения: 25.02.2013).
9. Arcot, S.R., and Bruno, V.G. (2006), In the letter but not in spirit: an analysis of corporate governance in the UK, Working Paper Series. URL: <http://ssrn.com/abstract=819784> (дата обращения: 25.02.2013).
10. Atanasov, V., Black, B., Ciccotello, C.S., and Gyoshev, S. (2010), How Does Law Affect Finance? An Examination of Equity Tunneling in Bulgaria, Journal of Financial Economics, 96 (2010) 155–173.

11. Bebchuk, L., and Hamdani, A. (2009), The Elusive Quest for Global Governance Standards, *University of Pennsylvania Law Review*, 157 (2009) 1263–1317.
12. Black, B. (2001), The Corporate Governance Behavior and Market Value of Russian Firms, *Emerging Markets Review*, 2 (2001) 89–108.
13. Black, B.S., Hasung, J., and Kim, W. (2006a), Predicting Firms' Corporate Governance Choices: Evidence from Korea, *Journal of Corporate Finance*, 12 (2006a) 660–691.
14. Black, B., Love, I., and Rachinsky, A. (2006), Corporate Governance Indices and Firms' Market Values: Time Series Evidence from Russia. 7 *Emerging Markets Review*, p. 361–379.
15. Bruno, V., and Claessens, S. (2007), Corporate Governance and Regulation: Can There Be Too Much of a Good Thing?, *CEPR Discussion Papers 6108, C.E.P.R. Discussion Papers*.
16. Bruno, V., and Claessens, S. (2010), Corporate governance and regulation: can there be too much of a good thing?, *Journal of Financial Intermediation*, 19 (2010) 461–482.
17. Demsetz, H., Lehn, K. (1985), The structure of corporate ownership: Causes and consequences?, *Journal of Political Economy*, 93 (1985) 1155–1177.
18. Durnev, A., and Larry, F. (2007), Stealing from Thieves: Firm Governance and Performance When States are Predatory (September 21, 2007) // 2nd Annual Conference on Empirical Legal Studies. URL: <http://ssrn.com/abstract=970969> (дата обращения: 25.02.2013).
19. Durnev, A., and Kim, E.H. (2005), To Steal or Not to Steal: Firm Attributes, Legal Environment, and Valuation, *Journal of Finance*, 60 (2005) 1461–1493.
20. Enikolopov, Petrova, Stepanov (2012), Firm Value in Crisis: Effects of Firm-Level Transparency and Country-Level Institutions URL: <http://ssrn.com/abstract=2177841> (дата обращения: 25.02.2013).
21. Financial Reporting Council (U.K.) (2006), Combined Code of Corporate. URL: <http://www.frc.org.uk/corporate/combinedcode.cfm> (дата обращения: 25.02.2013).
22. Goetzmann, W.N., Spiegel, M., Ukhov, A. (2002), Modeling and Measuring Russian Corporate Governance: The Case of Russian Preferred and Common Shares. Working paper. URL: <http://ssrn.com/abstract=305494> (дата обращения: 25.02.2013).
23. Gompers, P.A., Ishii, J.L., and Metrick, A. (2003), Corporate Governance and Equity Prices, *Quarterly Journal of Economics*, 118 (2003) 107–155.
24. Klapper, L.F. and Love, I. (2004), Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets, *Journal of Corporate Finance*, 10 (2004) 287–322.
25. Khanna, T. and Palepu, K. (1999), Emerging Market Business Groups, Foreign Investors, and Corporate Governance. NBER Working Paper № 6955.
26. Mulherin, J.H. (2005), Corporations, Collective Action and Corporate Governance: One Size Does not Fit All, *Public Choice*, 124 (2005) 179–204.
27. OECD (2004), Principles of Corporate Governance, URL: <http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/31557724.pdf>. (дата обращения: 25.02.2013).