

Блок «Корпоративное управление и корпоративные результаты: эмпирические доказательства на опыте развитых стран»

Пирогов Н.К.³¹, Урюпин С.А.³²

Среди участников Второй Международной конференции «Корпоративное управление и устойчивое развитие бизнеса: стратегические роли советов директоров» были представители зарубежных университетов. Часть исследований основывалась на данных компаний развитого рынка. Авторы в своих докладах представили эмпирические свидетельства связи факторов корпоративного управления с результативностью компаний. В предлагаемом обзоре будут рассмотрены следующие работы:

- Поль Ло, профессор. Колледж бизнеса и экономики, Университет Делавера, США (Paul Laux, Professor, College of Business and Economics, University of Delaware, USA). «Структура совета директоров и привлечение капитала путем вторичных размещений акций: исследование реакции рынка».

- Хью Грив, профессор. Университет Денвера, США (Hugh Grove, Professor, University of Denver, USA). «Корпоративное управление и вознаграждение исполнительных директоров: исследование реакции рынка на манипуляции с заработной платой».

- Джованни Урга, профессор. Бизнес-школа CASS, Городской университет, Лондон, Великобритания (Giovanni Urga, Professor, CASS Business School, City University, London). «Когда мажоритарные акционеры живут как короли? Опыт телекома Италии».

- Микеле Меоли, профессор. Университет Бергамо, Италия (Michele Meoli, University of Bergamo, Italy). «Действительно ли выпуск прав защищает миноритарных акционеров? Эмпирическое доказательство на основе кейса Италии».

В обзоре будут рассмотрены основные результаты, полученные авторами, а также представлены методологические особенности проведенных исследований. Современные академические работы в области анализа факторов корпоративного управления редко являются специализированными. Все чаще они носят междисциплинарный характер, что косвенно говорит о глубокой проработке проблемы анализа факторов корпоративного управления в научной литературе.

Качество системы корпоративного управления стало важным фактором принятия инвестиционных решений. Исследования компании McKinsey в начале 2000-х гг. говорили о том, что институциональные инвесторы были готовы платить премию более 30% за акции российских компаний с хорошей системой корпоративного управления. Несмотря на то что данная премия на развитых рынках значительно меньше по размеру, интерес к исследованию роли факторов корпоративного управления не угасает. Важность корпоративного управления высока в странах с развитыми финансовыми рынками, распыленной собственностью и активным рынком корпоративного контроля, так как большому числу акционеров тяжело осуществлять полноценный контроль за менеджментом. Затраты, связанные со снижением агентских издержек, довольно большие. Возможности для оппортунистического поведения менеджмента, которые предлагает слабая система корпоративного управления, сыграли доминирующую роль в недавних крупных корпоративных скандалах (Enron, WorldCom, Kmart, Global Crossing, Marconi, Tyco International, Adelphia, Cable & Wireless, Parmalat, Finmatica, HealthSouth, Hollinger, Qwest, Adecco, AIG, Refco и др.).

Существует множество определений понятия корпоративного управления. Одним из наиболее удачных можно считать следующее. Система корпоративного управления – это

³¹ Старший преподаватель, кафедра экономики и финансов фирмы ГУ-ВШЭ.

³² Студент 2-го курса, магистерская программа «Стратегическое управление финансами фирмы», факультет экономики ГУ-ВШЭ.

совокупность процедур и практик компании, а также набор механизмов контроля действий высшего руководства, которые обеспечивают справедливый доход на инвестиции всех стейкхолдеров компании, и в первую очередь финансовых (акционеров и держателей долговых инструментов).

Механизмы корпоративного управления являются экономическими и правовыми институтами, на которые можно воздействовать через политические процессы. Может показаться, что совсем не обязательно беспокоиться о реформировании корпоративного управления, ведь в долгосрочном периоде конкуренция на товарном рынке принудит фирмы минимизировать свои издержки и, как следствие, ввести в управление правила и механизмы, позволяющие получать внешнее финансирование с наименьшими затратами. Исходя из такой логики эволюции экономических изменений, конкуренция должна стимулировать развитие механизмов корпоративного управления. Однако, несмотря на то что конкуренция является одной из самых действенных сил, ведущих к экономической эффективности, неочевидно то, что она одна сможет решить проблему формирования связанную с корпоративным управлением. Конкуренция может снизить отдачу на капитал и тем самым сгладить возможные эффекты от оппортунистических действий менеджеров, однако это не предотвратит присвоения ими части прибыли после того, как инвесторами уже сделаны необратимые вложения. Таким образом, акционеры нуждаются в гарантиях, что они будут получать отдачу от своих инвестиций. Хорошая система корпоративного управления призвана обеспечить такие гарантии.

В своей работе «Структура совета директоров и привлечение капитала путем вторичных размещений акций: исследование реакции рынка» Поль Ло фокусирует свое внимание на анализе влияния структуры совета директоров на стоимость акций компании. Автор рассматривает моменты вторичного публичного размещения акций компаний. Современная динамическая теория структуры капитала и подтверждающие ее исследования говорят о том, что дополнительный выпуск акций обычно негативно воспринимается рынком. Наблюдения за американскими компаниями показывают наличие отрицательной кумулятивной сверхдоходности (cumulative abnormal return, CAR) после объявления о вторичном публичном размещении акций. В среднем снижение сверхдоходности составляет от 1,5 до 3%. Этот эффект был ранее рассмотрен в работах Асквит, Муллинс [Asquit, Mullins, 1986], Мазулис, Корвар [Masulis, Korwar, 1986], Экбо, Мазулис [Eckbo, Masulis, 1992], Бейлес, Чаплинский [Bayless, Chaplinsky, 1996], Экбо, Мазулис, Норли [Eckbo, Masulis, Norli, 2005] Может ли плохая практика корпоративного управления служить объяснением такого поведения акционеров? Ответ на этот вопрос совершенно не очевиден. В условиях наличия асимметрии информации акционеры обычно выступают против привлечения дополнительного капитала путем вторичного размещения акций. Такая сделка размывает долю существующих акционеров и часть стоимости, принадлежащая им, перераспределяется в пользу новых инвесторов. В связи с этим «хорошие» компании обычно не прибегают к вторичным размещениям и используют нераспределенную прибыль и заемный капитал в качестве долгосрочных источников финансирования. Менеджеры будут привлекать новый собственный капитал только в случае переоцененности акций на рынке. Однако инвесторы понимают это, и поэтому наблюдается снижение котировок.

Поль Ло в своей работе формулирует гипотезу о том, что хороший совет директоров компании служит на рынке сигналом о принятии эффективных решений, в том числе о вторичном размещении акций. Анализ американских публичных компаний с 1999-го по 2005 г., объявивших о вторичном размещении акций, подтверждает наличие отрицательной кумулятивной сверхдоходности. Однако падение этой доходности в два раза выше в компаниях, в совете директоров которых доминируют исполнительные директора и другие инсайдеры. Участие в работе независимых директоров служит гарантией принятия эффективных решений. Независимые директора действуют в интересах всей компании и всех инвесторов, включая будущих акционеров. Такие директора обеспечивают и гарантируют до определенной степени прозрачность компании, мотивируют создание

системы раскрытия информации, а также заинтересованы в формировании качественной системы корпоративного управления. Результаты исследования говорят о том, что положительное влияние независимых директоров на сверхдоходность не зависит от метода контроля данного фактора.

Другие механизмы корпоративного управления, включая владение значительными пакетами акций институциональными инвесторами, наличие мер по предотвращению поглощений и недружественных захватов, политику вознаграждений, а также структуру собственности, не оказывают подобного влияния на стоимость в периоды объявления о вторичном публичном размещении.

Автор комментирует этот эффект следующим образом: независимые директора помимо выполнения функций контроля средств, полученных в рамках дополнительной эмиссии и предотвращения их нецелевого использования, также снижают вероятность возникновения проблемы так называемого неблагоприятного исхода (*adverse selection*). Независимые директора выступают в качестве гаранта по сертификации сделки, они подтверждают рынку тот факт, что размещение происходит не по причине текущей переоцененности компании, а с целью реализации хороших инвестиционных возможностей. Качественная система корпоративного управления и наличие в совете независимых директоров, которым небезразлична их репутация и перспективы дальнейшего трудоустройства, может помочь компании увязывать собственные решения с интересами всех инвесторов, а не только существующих акционеров.

В предыдущих исследованиях Чеманур и Фульгиери [Chemanur, Fulghieri, 1994], Фернандо и Спиндт [Fernando, Spindt, 2005] было выявлено, что в случаях, когда андеррайтер неявным образом гарантировал отсутствие переоцененности компании при вторичном публичном размещении, падение кумулятивной сверхдоходности снижается. Проанализировав эти и другие факты, Поль Ло заявляет, что независимые директора могут вместе с андеррайтерами способствовать решению проблемы асимметрии информации и гарантировать до определенной степени эффективность принимаемых советом директоров решений.

Хью Грув в своей работе «Корпоративное управление и вознаграждение исполнительных директоров: исследование реакции рынка на манипуляции с заработной платой» проводит анализ влияния официальных объявлений о манипуляции менеджментом собственными доходами на курсы акции публичных котируемых компаний. В выборку включены компании, упоминаемые Комиссией по ценным бумагам (Securities and Exchange Commission, SEC) в отчетах Accounting and Auditing Enforcement Releases (AAER) в период с 1985-го по 2005 г. Именно эти компании в рассматриваемый период применяли «плохую» практику корпоративного управления. В них отсутствовал жесткий контроль за финансовыми средствами, что позволяло проводить манипуляции с доходами. В ходе наблюдений за реакцией рынка и в результате проведенного анализа профессор Грув выявил, что цены на акции этих компаний снижаются в среднем на 14% в течение трех дней после объявлений о манипуляциях. В течение последующего тридцатидневного периода курсы акций продолжают падать еще на 15%.

Автор проводит контроль стандартных характеристик компаний выборки и приходит к выводу, что этот эффект падения курсов акций усугубляется, если:

- это компания с быстрорастущими продажами;
- это компания с плохим качеством корпоративного управления (мало независимых директоров в совете директоров, есть инсайдеры в совете директоров (включая CEO));
- компания выплачивает большую часть компенсационного пакета опционами на собственные акции.

Недавние скандалы, связанные с компаниями Enron, Parmalat, Qwest, WorldCom, Halliburton, Bear Stearns и другими, показали, какие проблемы могут возникнуть в связи с манипуляциями средствами (в частности, полное пренебрежение общепринятыми нормами бухгалтерского учета и GAAP с целью достижения определенных финансовых показателей),

а также в связи с искажением финансовой отчетности с целью введения в заблуждение тех, кто ее использует.

В своей работе профессор Грув расширяет рамки предыдущих исследований, изучающих влияние манипуляций средствами на реакцию рыночных цен акций. Автор использует данные по компаниям, которые SEC упоминает в отчетах AAER и к которым в связи с нарушением требований к формированию финансовой отчетности могут быть применены формальные меры. Автор расширил рассматриваемый период до 20 лет (1985—2005 гг.). В выборку включены небольшие и высокотехнологичные компании, чего не было в предыдущих исследованиях. Более того, реакция рынка в периоды крупных скандалов, связанных с манипуляциями доходами, до сих пор не была изучена.

Профессор Грув тестирует возможную смещенность полученных результатов в связи с использованием ежедневных котировок акций мелких компаний, а также серийной корреляции сверхдоходности. Автор отделяет эффект прочих, не связанных с компанией, но возникших в рассматриваемый период событий на рыночную доходность.

Полученные результаты говорят о том, что среднее значение показателя кумулятивной сверхдоходности за однодневный период вокруг даты объявления SEC составляет $-14,07\%$ и статистически значимо на 1% -ном уровне. Эти результаты сопоставимы с выводами более ранних исследований. Важно отметить, что эффект наличия отрицательной сверхдоходности остается значимым даже в условиях применения различных моделей измерения доходности, а также внедрения поправки на смещенность и не связанные с компанией события, например теракт в Нью-Йорке 11 сентября 2001 г.

Проведенный регрессионный анализ зависимости кумулятивной сверхдоходности от характеристик компании дал следующие результаты:

1. Компании с быстрорастущими продажами имеют более низкие значения сверхдоходности.
2. Компании с большим количеством инсайдеров в совете директоров имеют более низкие значения сверхдоходности.
3. Компании, в которых инсайдеры контролируют большую часть акций из тех, что сконцентрированы в руках членов совета директоров, имеют более низкие значения сверхдоходности.
4. Компании, в которых основатель выступает в роли CEO, имеют менее низкие значения сверхдоходности.
5. Компании, которые выплачивают большую часть компенсационного пакета менеджмента опционами на собственные акции, имеют более низкие значения сверхдоходности.
6. Размер начисленных согласно бухгалтерским отчетам платежей не имеет никакого влияния на сверхдоходность.

Эти выводы логично подтверждают следующее:

1. Компании с быстрорастущими продажами и плохим качеством корпоративного управления более склонны к манипуляциям с продажами и выручкой с целью развеять сомнения рынка в продуктивности и устойчивости роста.

2. Менеджеры, получающие большую часть компенсационного пакета опционами, более склонны к манипуляциям финансовыми показателями для того, чтобы увеличить текущую стоимость акций, а следовательно, и размер своей компенсации (что, однако, негативно скажется на будущих ценах).

3. Основатель компании, работающий в качестве CEO, более склонен к рассмотрению компании в качестве собственных долгосрочных инвестиций. А значит, не станет отдавать приоритет краткосрочным целям, негативно влияющим на долгосрочную стоимость компании, что повысит качество корпоративного управления.

Тем не менее не обнаружено подтверждений гипотезы о том, что компании, имеющие, согласно бухгалтерским отчетам, большой размер начисленных платежей, манипулируют своими доходами. Стоит заметить, что компании с большим размером начисленных

платежей в то же время являются быстрорастущими, а значит, возможно, что начисленные платежи и показатель роста отвечают за один и тот же фактор.

В своей работе «Когда мажоритарные акционеры живут как короли? Опыт телекома Италии» Джованни Урга проводит анализ влияния структуры собственности, который отражается на решениях инвестиционного сообщества. В частности, на примере компании Telecom Italia, шестой в мире по размеру выручки телекоммуникационной компании, проводится анализ неэффективности реформы Драги 1998 г. по защите прав инвесторов и миноритариев, после принятия которой было совершено два крупных приобретения. Следует отметить, что мажоритарные акционеры Telecom Italia фактически экспроприировали права миноритариев.

В качестве исследовательского метода автором был выбран метод кейс-стади. Целью работы было изучение эффектов связанных с изменением структуры собственности компании. Иначе говоря, автор попытался проверить, влияет ли качество корпоративного управления на стоимость компании.

Особый интерес к данной работе вызывает выбор объекта исследования – компании Telecom Italia, которая в последние годы прошла через четыре сделки реструктуризации собственности:

1. 1994—1997 гг. — государственная компания.
2. 1997—1999 гг. — рассредоточенное владение.
3. 1999—2001 гг. — в частном владении Olivetti.
4. 2001—2007 гг. — в частном владении пирамидального типа (Pirelli).

До реформы Драги 1998 г. по защите прав инвесторов и миноритариев основными характеристиками корпоративного управления в Италии были:

- предпочтение единоличного контроля за счет экспроприации прав миноритариев;
- ярко выраженное присутствие контролирующей коалиции среди всех акционеров, чаще всего в форме семей;
- широко распространенное использование пирамидальной структуры собственности, наличие акций двух типов, а также сговоры среди акционеров.

Первая часть исследования посвящена рассмотрению деталей приобретения Olivetti и Pirelli. Автор выделяет, кто и сколько платил за премию за контроль. Компании Olivetti и Pirelli осуществили следующие выплаты:

- За выкуп доли миноритариев — €16,019 млн и €5,320 млн.
- За долю контролирующих акционеров — €2,061 млн и €134 млн.
- За долговые обязательства — €15,519 млн и €2,763 млн.

Что касается премий за контроль, то Olivetti и Pirelli переплатили €1,64 и €2,22 за акцию по сравнению с рыночной стоимостью. Соответственно в абсолютном выражении суммы премий составили €6,507 млн и €4,373 млн.

Автор на примере компании Telecom Italia рассматривает особенности применения пирамидальной структуры собственности, отмечает наличие огромных частных выгод. Максимальное значение премии за голос было зафиксировано во времена владения компанией Olivetti в начале 2000 г., в дальнейшем же оно постепенно снижалось. Несмотря на проведенную реформу Драги 1998 г., права миноритариев продолжают ущемляться, а мажоритарии могут позволить себе все.

В работе Микаэле Меоли «Действительно ли выпуск прав защищает миноритарных акционеров? Эмпирическое доказательство на основе кейса Италии» рассматриваются возможности для мотивации миноритариев продолжать инвестировать в компанию. Автор детально рассматривает ситуацию выпуска прав (rights issue) в случаях, когда существует конфликт интересов между владельцами крупных пакетов и миноритариями. Конфликт традиционного основывается на возможности мажоритарных акционеров экспроприировать часть стоимости миноритарных акционеров. В литературе существует мнение, что выпуск

приоритетных прав вместо вторичного публичного размещения является основным инструментом защиты прав миноритариев. Во-первых, такая система предотвращает размытие доли существующих миноритариев, а часть стоимости, принадлежащая им, не переходит к новым акционерам. Во-вторых, выпуск прав дает возможность текущим акционерам управлять своим пакетом. Однако профессор Мишель Меоли предлагает модель, в которой выпуск прав используется для вторичного выпуска акций даже на невыгодных ценовых условиях. В частности, на примере обыкновенных акций компании Alitalia автор показывает, как при рыночной цене на момент объявления выпуска прав \$6,13, предложенная цена за акцию с учетом дисконта была равна \$0,8 и было выкуплено 60% прав.

Предложенная автором модель включает два типа акционеров: контролирующих, которые принимают решение о выпусках прав; и миноритарных, решающих, участвовать им в выкупе прав или нет. Далее определяется условие, при котором контролирующие акционеры сами могут выбрать размер дисконта, при котором миноритарии обязательно будут участвовать в покупке новых акций (либо напрямую, либо воспользовавшись выпущенными правами). Анализ производится исходя из простой и часто используемой концепции частной выгоды, которая заключается в наличии дополнительных доходов у контролирующих акционеров за счет своей контролирующей позиции. В случае с выпуском прав контролирующие акционеры вынуждают миноритариев покупать акции, если выгода от размывания доли миноритариев выше, чем инвестиции с отрицательной приведенной стоимостью. Так как эта покупка происходит при любых обстоятельствах, этот феномен называют принудительным выкупом (*enforced subscription*).

Другим результатом исследования было выявление негативной реакции рынка на выпуск прав, которая возникает не в момент объявления о выпуске, а в период его реализации. Этот эффект распространяется на компании, находящиеся в плохом финансовом положении, но не включает компании, находящиеся в процессе сделки слияния или поглощения, и компании с пирамидальной структурой собственности. Этот эффект наблюдается на итальянском рынке в последние 10 лет. Возможность выпуска прав со значительной скидкой по отношению к рыночной цене очень часто используется контролирующими акционерами, злоупотребляющими своими правами. Однако автор не считает, что выпуск прав необходимо запретить. Миноритарные акционеры не должны пренебрегать своими правами. Необходимо введение жесткого процедурного контроля и прозрачной регламентации сделок по выпуску и реализации прав (*rights issue*).

Заключение

Рассмотренные доклады в очередной раз подтверждают тот факт, что уровень корпоративного управления является очень важным фактором на всех этапах создания стоимости компании. Это важный параметр, учитываемый акционерами и другими инвесторами при принятии финансовых решений. Несмотря на недавние скандалы и последовавшие в ответ меры по пресечению злоупотреблений (в виде усиления роли регулирующих органов и ужесточения требований к раскрытию информации о деятельности компаний), нельзя говорить о полной защищенности интересов акционеров и заинтересованных лиц, а также действенности механизмов корпоративного управления.