



ISSN 2073-0438



№ 4(28) 2013

Электронный журнал
**Корпоративные
финансы**

В ЭТОМ ВЫПУСКЕ

**НОВЫЕ
ИССЛЕДОВАНИЯ
NEW RESEARCHES**

**ДИСКУССИИ
DISCUSSIONS**

**АНАЛИТИКА
ANALYTICS**

**ОБЗОРЫ
REVIEWS**

Москва

Journal of Corporate Finance Research covers theoretical, empirical, and applied research in corporate finance and related fields.

Types of Journal Articles:

New researches

Here we publish articles focusing in analyzing and empirical testing of the hypotheses directed on an explanation of a complex of financial decisions of the companies (about capital structure, models and methods of cost of capital estimation, about a company exit on the capital markets, venture investments, about investments into material, non-material and financial assets, about mergers and acquisitions, buy-back deals, business re-structuring and financially unstable companies, about cash flows to investors, about corporate governance, about mechanisms of the internal capital market).

Discussions

In this part we place the theoretical articles bringing new statements of theoretical problems, new approaches to the decision of theoretical and methodological problems of corporate finance.

Analytics

Here we publish articles about applications of corporate finance theory. Corporate finance models, results of their researches in an applied corporate financial analytics and in strategic managerial decisions. This part urged to form a collection of articles about the best samples and experience of adaptation of modern knowledge in the field of the corporate finance to the realities of financial markets conditions.

Methods

Here we publish papers about new methods with applications in corporate finance and related fields.

Frequency: 4 times per year

Publisher

National Research University Higher School of Economics / Shabolovka 26, 119049 Russian Federation, Moscow
+7 (495) 621-91-92 cfjournal@cfjournal.ru

Журнал Корпоративные Финансы - журнал о комплексных финансовых исследованиях российских фирм и фирм других развивающихся рынков капитала.

Основные тематические рубрики:

Новые исследования

В данной рубрике предполагается размещать статьи, в которых анализируются и эмпирически апробируются концепции и гипотезы, направленные на объяснение комплекса финансовых решений компаний (о привлечении капитала и формировании его структуры, моделях и методах оценки затрат на капитал, о выходе компании на рынки капитала, венчурных инвестициях, об инвестициях в материальные, нематериальные и финансовые активы, о приобретениях компаний, обратных выкупах, реструктуризации бизнеса и финансово неустойчивых компаний, о выплатах инвесторам, о внутреннем корпоративном контроле, о механизмах внутрикорпоративного рынка капитала).

Дискуссии

В рубрике предполагается размещать теоретические статьи, вносящие новые постановки теоретических проблем, новые подходы к решению теоретических и методологических вопросов

Аналитика

В данной рубрике предполагается размещать статьи о проблемах применения концепций, моделей корпоративных финансов, результатов их исследований в прикладной корпоративной финансовой аналитике и в стратегических управленческих решениях. Данная рубрика призвана формировать коллекцию статей о лучших образцах и опыте адаптации современных знаний в области корпоративных финансов к реалиям условий растущих рынков капитала.

Обзоры

Рубрика предусматривает создание тематических академических обзоров, в которых обобщаются и классифицируются концепция, методы их эмпирического тестирования.

Методы

Рубрика предусматривает публикацию результатов разработки новой методологии для применения в исследованиях по тематике корпоративных финансов.

Журнал выходит 4 раза в год.

Учредители:

НИУ Высшая Школа Экономики / Москва, Шаболовка, 26
+7 (495) 621-91-92 cfjournal@cfjournal.ru

Главный редактор:

Ивашковская Ирина Васильевна,

д.э.н., ординарный профессор, руководитель департамента финансов НИУ ВШЭ, зав. научно-учебной лабораторией корпоративных финансов факультета экономики НИУ ВШЭ, заслуженный работник высшего образования РФ;

Редакционный совет:

Родионов Иван Иванович,

д.э.н., профессор, департамент финансов факультета экономики НИУ ВШЭ;

Берзон Николай Иосифович,

д.э.н., ординарный профессор, департамент финансов НИУ ВШЭ;

Чиркова Елена Владимировна,

к.э.н., доцент, департамент финансов НИУ ВШЭ;

Березинец Ирина Владимировна,

к.ф.-м.н., доцент кафедры финансов и учета Высшей Школы Менеджмента Санкт-Петербургского государственного университета;

Международный редакционный совет:

Elettra Agliardi,

Professor Dipartimento di Scienze Economiche, Università di Bologna

Joseph McCahery,

PhD, Professor, Duisenberg School of Finance, Tilburg University

Brigitte Granville,

PhD, Professor, University College London

Hugh Grove,

PhD, Professor, University of Denver

Alexander Grigoriev,

PhD, Associate Professor, School of Business and Economics Maastricht University

Beutner, Eric,

PhD, Associate Professor, School of Business and Economics Maastricht University

J.H.(Henk) von Eije,

PhD, Associate Professor, University of Groningen

Eugene Nivorozhkin,

PhD, Lecturer, University College London

НОВЫЕ ИССЛЕДОВАНИЯ

- 4** Влияние внутренних и институциональных факторов на скорость приспособления к целевой структуре капитала на развитых и развивающихся рынках

Кокорева М.С., Юлова С.М.

- 19** Отношенческий капитал как фактор повышения стоимости компании

Быкова А.А. Морковкина Е.В.

- 37** Влияние прогнозов финансовых результатов публичной компании на рыночную стоимость и волатильность ее акций на российском фондовом рынке

Чиркова Е.В. Суханова М.С.

- 53** Влияние сделок слияний и поглощений в финансовом секторе на стоимость компаний-покупателей на развивающихся рынках

Григорьева С.А., Гринченко А.Ю.

- 72** Эффективность инновационной деятельности крупных российских компаний

Первакова Е.Е., Чайка В.А.

- 79** Использование рыночных ожиданий в управлении российскими компаниями

Ивашковская И.В., Дьяченко К.В.

ДИСКУССИИ

- 91** Индикативный подход к определению банковских кризисов в России

Киселев В. Ю.

ОБЗОРЫ

- 100** Валютный риск и теория ценообразования активов

Дранев Ю.Я.

- 111** Использование метода событий в исследованиях слияний и поглощений на развитых и развивающихся рынках капитала

Скворцова И.В., Проскурин С.С., и др.

- 126** Глобальные стандарты учета: история вопроса. Часть 1

Сорокина К.В.

EDITORS

Editor-in-Chief:

Irina V. Ivashkovskaya,

*Tenured Professor, Head of the Academic Department of Finance
NRU HSE, Corporate Finance Center: Laboratory Head;*

Editorial Council:

Ivan I. Rodionov,

Professor of the Academic Department of Finance NRU HSE;

Nikolay I. Berzon,

Professor of the Academic Department of Finance NRU HSE;

Elena V. Chirkova,

*Associate Professor of the Academic Department of Finance
NRU HSE;*

Irina V. Berezinets

*Associate Professor, Department of Finance and Accounting
Graduate School of Management, St. Petersburg University;*

International Editorial Council:

Elettra Agliardi,

*Professor Dipartimento di Scienze Economiche, Università di
Bologna*

Joseph McCahery,

PhD, Professor, Duisenberg School of Finance, Tilburg University

Brigitte Granville,

PhD, Professor, University College London

Hugh Grove,

PhD, Professor, University of Denver

Alexander Grigoriev,

*PhD, Associate Professor, School of Business and Economics
Maastricht University*

Beutner, Eric,

*PhD, Associate Professor, School of Business and Economics
Maastricht University*

J.H.(Henk) von Eije,

PhD, Associate Professor, University of Groningen

Eugene Nivorozhkin,

PhD, Lecturer, University College London

CONTENTS

NEW RESEARCHES

- 17** Internal and Institutional Factors of Speed of Adjustment to the Target Capital Structure: Evidence from Developed and Emerging Capital Markets

Kokoreva Maria, Yulova S.

- 34** Relational Capital as a Driver of a Company's Success

Bykova Anna, Morkovkina E.

- 50** Impact of the earnings' guidance provided by public companies on their market capitalization and share price volatility in the Russian stock market

Chirkova Elena, Sukhanova M.

- 69** Impact of mergers and acquisitions in financial sector on bidder's returns in emerging capital markets

Grigorieva Svetlana, Grinchenko A.

- 77** Effectiveness of innovation activity of large Russian companies

Pervakova Elena, Chaika V.

DISCUSSIONS

- 99** Indicative approach to banking crises: case of Russia

Kiselev V.

REVIEWS

- 108** Exchange rate risk and asset pricing theory

Draney Yuri

- 123** Event study methodology in M&A research: evidence from developed and emerging capital markets

Skvortsova I.V., Proskurin S.S., Kryhtin V.B.,

Stelmakhova E.A. Ignatiev E.L.

- 136** Global accounting standards: history of the issue. Part 1

Katerina Sorokina

ВЛИЯНИЕ ВНУТРЕННИХ И ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫХ ФАКТОРОВ НА СКОРОСТЬ ПРИСПОСОБЛЕНИЯ К ЦЕЛЕВОЙ СТРУКТУРЕ КАПИТАЛА НА РАЗВИТЫХ И РАЗВИВАЮЩИХСЯ РЫНКАХ

Кокорева М.С.¹, Юлова С.М.²

Данная статья посвящена вопросу выбора структуры капитала компаниями на развивающихся финансовых рынках. Авторами приводятся результаты предыдущих теоретических и эмпирических исследований издержек рекапитализации и скорости приспособления на развитых и развивающихся рынках, в которых указывается на влияние внутрифирменных и макроэкономических показателей. При этом выдвигается предположение, что выгоды/издержки рекапитализации могут зависеть и от степени развитости институциональной среды.

Эмпирическая часть исследования основана на данных 3973 компаний из 35 стран мира (развитые и развивающиеся страны, включая Россию) за 2005-2010 гг. При помощи метода Бланделла-Бонда оценивается модель частичного приспособления, в рамках которой проверяется влияние на скорость приспособления внутрифирменных показателей (размер капитала, доходность совокупного капитала, возможности роста и степень материальности активов) и макроэкономических показателей (темп роста ВВП и дамми-переменные временного периода).

В качестве основных показателей институциональной среды используются три группы факторов, характеризующих институт кредитования, защиты инвесторов и банкротства, представленных в базах данных Всемирного Банка – «World Development Indicators» и «Doing Business». Оценка влияния институциональных факторов проводилась при помощи деления выборок на подвыборки в зависимости от величины фактора и графического анализа.

В своей работе авторы приходят к выводу, что в результате финансового кризиса 2008 г. в большинстве случаев скорость приспособления компаний снизилась как на развитых, так и на развивающихся рынках. Для большинства развитых стран Западной Европы наибольшую значимость в объяснении скорости приспособления имеют внутрифирменные детерминанты, для развивающихся – темп роста ВВП и дамми-переменные временного периода. Для российских компаний в 2005-2010 гг. управление структурой капитала определялось исключительно существующим уровнем долга и общей экономической ситуацией в стране.

Взаимосвязь между скоростью приспособления и параметрами института кредитования и института банкротства оказалась нелинейной, в то время как гипотеза о положительном влиянии показателей института защиты инвесторов подтвердилась как на выборках развивающихся групп стран, так и на выборках развитых стран.

JEL: G32

Ключевые слова: структура капитала, динамическая компромиссная концепция, скорость приспособления, институциональные факторы

Введение

Управление структурой капитала является одним из основных вопросов, который в ходе своей деятельности необходимо решать компании, поскольку это напрямую определяет ее затраты на капитал и, соответственно, влияет на ее стоимость. В рамках данного исследования мы остановимся на применении динамической компромиссной концепции структуры капитала (далее – ДКК), одним из центральных вопросов в которой является изучение детерминант скорости приспособления (далее – СП).

Многими исследователями на примере развитых, меньше – развивающихся стран, было по-

1. Канд. эконом. наук, ст. преподаватель департамента финансов НИУ ВШЭ, научный сотрудник научно-учебной лаборатории корпоративных финансов.

2. Выпускница магистратуры НИУ ВШЭ, старший аналитик в отделе оценки стоимости бизнеса и бизнес-моделирования департамента консультационных услуг по сделкам компании EY.

казано, что СП определяется внутрифирменными показателями, такими как размер ее капитала, доходность совокупного капитала, возможности роста и/или характеристики финансовых ограничений (Flannery, Rangan, 2006; Welch, 2004; Dang, Kim, Chin, 2009). Кроме того, в финансовой литературе имеется достаточно работ, указывающих на значимость макроэкономических показателей, определяющих стадию бизнес-цикла в экономике (Drobetz, Wansenried, 2006). Однако логично предположить, что выгоды/издержки рекапитализации напрямую зависят не только от показателей самой фирмы и макроэкономической обстановки в стране, но и от степени развитости институциональной среды, в которой ей приходится функционировать – от степени раскрытия информации, развитости финансовых рынков, степени защиты акционеров и инвесторов и т.д.

В данной работе мы расширяем систему исследуемых отношений, рассматривая взаимодействие компании с инвесторами-акционерами и кредиторами, которое в свою очередь определяется политикой государства в отношении соответствующих институтов. В качестве таких институтов мы рассматривали кредитование, институт защиты инвесторов и институт банкротства в стране. Кроме того, анализ проводится на мультинациональной выборке (включая Россию), причем не только в разрезе развитых и развивающихся стран, но и в разрезе отдельных групп стран.

Обзор литературы

Исследование издержек приспособления и СП к целевой структуре капитала является достаточно новой темой, которой посвящается все больше исследовательских работ.

Важным вопросом исследований СП является оценка влияния факторов, определяющих ее. Так, например, в ряде исследований показана нелинейность взаимосвязи между СП и размером капитала компании (Rangan, Flannery, 2006; Drobetz, Wansenried, 2006). С другой стороны, некоторые авторы (Elsas, Florysiak, 2010) в своем исследовании на данных США приходят к выводу об отрицательной зависимости размера компании и СП к целевой структуре капитала.

Другим важным фактором СП является доходность капитала компании (Dang, Kim, Shin, 2009). Возможности роста компании также выделяются в качестве одного из основных факторов СП. В некоторых исследованиях данная зависимость определяется как положительная (Drobetz, Wansenried, 2006; Florysiak, Elsas, 2010). В других работах была выявлена отрицательная зависимость показателей (Dang, Kim, Shin, 2009). Что касается расстояния от фактического до целевого значения структуры капитала как фактора СП, то в исследованиях на американских данных эта зависимость отрицательна, то есть чем выше расстояние, тем ниже СП (Dang, Kim, Shin, 2009).

Некоторыми авторами были рассмотрены макроэкономические факторы как детерминанты СП (Drobetz, Wansenried, 2006; Cook, Tang, 2009), другими был сделан акцент на региональные различия, которые косвенно характеризуют экономические особенности, например структуру финансовой системы страны (Antonioni et al., 2007). Во многих работах также рассматривались отраслевые различия в СП к целевой структуре капитала (Tucker, Stoja, 2010).

Исследований развивающихся рынков, в которых проводится анализ детерминант СП, значительно меньше. Например, в исследовании (Qian, Tian, Warjanto, 2009) по китайскому рынку в качестве детерминант СП были выделены расстояние между фактическим и целевым уровнем долга, а также размер капитала компании. В работе Ниворожкина (Nivorožkin, 2004) в качестве основных детерминант помимо расстояния до целевого уровня долга и размера компании были выделены такие дамми-переменные, как юридическая форма организации, временная и отраслевая дамми. В работе Де Хаас и Питерса (De Haas, Peeters, 2004) авторы приходят к выводу, что наиболее значимым фактором СП компаний является расстояние между фактическим и целевым уровнем долга.

Отличительной особенностью исследований СП на развивающихся рынках является то, что в работе большой упор делается на анализ влияния различных внешних факторов, фор-

мирующих институциональную и макроэкономическую среду. Так, в исследовании стран с переходной экономикой (Shamshur, 2010) ставится задача определения влияния внешних финансовых ограничений, возникших в связи с переходом компаний к частной собственности и приватизацией бизнеса, на политику финансирования и СП компаний. В работе Халид (Khalid, 2011) делается попытка внедрения в динамическую модель структуры капитала процесса реформирования финансовой системы в Пакистане. В работе Сбейти (Sbeiti, 2010) сделана попытка определить влияние развития фондового рынка на политику финансирования компаний в странах Персидского залива. Очень высокие значения СП были получены в исследовании индийских компаний (Chakraborty, 2010), что свидетельствует о необычайно высоких издержках финансовой неустойчивости, возникающих в результате отклонения от целевого рычага.

На основе проведенного анализа результатов исследований развитых и развивающихся рынков можно прийти к выводу, что внутрифирменные характеристики часто не могут в полной мере определять СП к целевой структуре капитала, так как большую роль играют факторы институциональной, макроэкономической, правовой среды функционирования компании. Естественно, что такого рода анализ невозможно провести в рамках исследований одной страны, а иногда и одной группы стран, например развитых.

Модель и методология исследования

В рамках ДКК предполагается, что формирование структуры капитала может быть описано моделью частичного приспособления. Основное уравнение регрессии для данной модели выглядит следующим образом:

$$LEV_{i,t} - LEV_{i,t-1} = \lambda(LEV_{i,t}^* - LEV_{i,t-1}) + \delta_{i,t} \quad (1)$$

где:

$LEV_{i,t}$ – это уровень финансового рычага i -й компании на конец t -го года,

$LEV_{i,t}^*$ – целевой уровень долга i -й компании на конец t -го года,

λ – СП, которая определяется как доступное компании сокращение отклонения текущего уровня долговой нагрузки от целевого в течение одного периода, выраженное в процентах.

Целевой уровень долга определяется как функция от ряда внутрифирменных и макроэкономических переменных:

$$LEV_{i,t}^* = \beta X_{i,t-1} + F_i, \quad (2)$$

где:

$X_{i,t-1}$ – это вектор внутрифирменных и макроэкономических переменных, определяющих выгоды и издержки функционирования компании при определенном уровне финансового рычага,

F_i – константа, отражающая наличие фиксированного индивидуального эффекта.

Подставляя уравнение (2) в уравнение (1), мы получаем основную спецификацию оцениваемой модели:

$$LEV_{i,t} = (\lambda\beta)X_{i,t-1} + (1-\lambda)LEV_{i,t-1} + \lambda F_i + \delta_{i,t}$$

В таблице 1 приведены внутрифирменные показатели, влияние которых исследовалось в работе, их прокси-переменные и ожидаемые знаки влияния на СП.

Таблица 1

Внутрифирменные и макроэкономические детерминанты скорости приспособления к целевой структуре капитала

Переменная	Прокси-переменная	Знак влияния на скорость приспособления	
Доходность совокупного капитала	ЕВИТ/ТА	-/+	+/-
Размер капитала компании	ln(TA)	-	+

Возможности роста	Market-to-book value	-/+	+/-
Залоговая стоимость активов (степень материальности активов)	FA/TA	-	+

Мы предполагаем, что в связи с разной степенью развитости институциональной среды влияние некоторых факторов на СП на развитых и развивающихся рынках может быть различным. Высокая доходность совокупного капитала и возможности роста на развивающихся рынках могут служить дополнительным фактором активного управления структурой капитала, что в условиях высокой неопределенности и низкой степени развитости институциональной среды отражается в увеличении СП в текущем периоде. С другой стороны, на развитых рынках, которые характеризуются более низкой степенью неопределенности и более высоким уровнем развития соответствующих институтов, влияние данных показателей может быть отрицательным, так как их высокие значения могут рассматриваться компаниями как факторы, свидетельствующие о наличии «буфера» для возможного изменения структуры капитала в будущем.

В качестве макроэкономической переменной мы рассматриваем темп роста ВВП на душу населения, который является прокси-переменной для стадии бизнес-цикла в экономике. Мы предполагаем, что на всех рынках в условиях роста экономики СП будет расти.

В рамках данной работы в качестве основных показателей, характеризующих развитие институциональной среды, мы используем три группы факторов, представленных в базе данных Всемирного Банка – World Development Indicators и Doing Business, характеристика которых представлена в таблице 2.

Таблица 2

Сводная характеристика исследуемых институциональных факторов

Параметр	Подгруппа детерминант	Характеристика	Период	Ожидаемый знак влияния на скорость приспособления
Кредитование				
Индекс юридической силы кредиторов и заемщиков	Агентские издержки	Характеризует степень, с которой существующее в стране залоговое законодательство и законодательство о банкротстве способно защитить права как кредиторов, так и заемщиков	2004–2010	+
Простота получения кредита (доступа к рынку кредитования)		Интегрированный показатель, рассчитанный на основе двух предыдущих	2004–2010	+
Защита инвесторов				
Степень раскрываемости информации	Асимметрия информации	Характеризует существующие в стране требования и другие факторы раскрытия информации о сделках со связанными сторонами.	2005–2010	+
Степень ответственности менеджмента	Агентские издержки	Характеризует степень юридической силы, которой обладают акционеры, в особенности миноритарии, в целях защиты своих прав против неблагоприятных действий менеджмента и /или мажоритарных акционеров.	2005–2010	+
Индекс защиты прав инвесторов		Комплексный интегрированный показатель, рассчитанный на основе трех предыдущих как средняя величина	2005–2010	+
Вопросы банкротства				
Время	Издержки банкротства	Количество лет, которые необходимо потратить для того, чтобы вернуть долг через процедуру банкротства	2003–2011	-

Параметр	Подгруппа детерминант	Характеристика	Период	Ожидаемый знак влияния на скорость приспособления
Прямые издержки	Издержки банкротства	Материальные издержки, которые необходимо понести, чтобы вернуть долг через процедуру банкротства, определяемые как доля от суммы долга	2003–2011	-
Степень возврата (Recovery rate)	Издержки банкротства	Приведенная стоимость доли имущества, возвращаемой собственнику после прохождения процедуры банкротства, за минусом прямых издержек банкротства и амортизации	2003–2011	+

Оценка влияния институциональных факторов проводилась двумя способами:

1. Деление выборок на подвыборки в зависимости от величины институционального фактора относительно среднего по выборке значения. Такой способ требует того, чтобы выборка компаний включала данные по компаниям из нескольких стран. В связи с этим мы провели оценивание для следующих подвыборок:
 - страны Восточной Европы (включая и не включая Россию);
 - страны БРИКС (включая и не включая Россию);
 - общая выборка развитых стран Западной Европы.
2. Графический анализ зависимости скорости приспособления от институциональных факторов и расчет корреляции между показателями.

При помощи пакета STATA-11 мы оценили модель частичного приспособления на каждой из основных подвыборок развитых и развивающихся стран за 2005–2010 и 2005–2007 гг. В качестве основного эконометрического метода оценивания мы использовали метод Бландела–Бонда, который в рамках исследования динамических панельных данных позволяет учесть наибольшее количество ограничений, связанных с моделью и «короткой» выборкой. Для проверки адекватности подобранных инструментов мы проводили три основных теста – тест Саргана, тест Хансена и тест на наличие автокорреляции в остатках Арелано–Бонда. Для преодоления возникновения проблемы «переопределения» при помощи специальных опций в пакете STATA мы ограничивали значение лага инструментальной переменной, а также количество создаваемых инструментов для каждой переменной.

Описание выборки

Нами исследовались данные по компаниям из 13 стран Центральной и Восточной Европы, из Бразилии, России, Индии, Китая, Южной Африканской Республики (БРИКС), а также из 17 стран Западной Европы. Основным источником информации о внутрифирменных показателях компаний является база данных Bloomberg, институциональных и макроэкономических переменных – базы данных Всемирного Банка «Doing Business» и «World Development Indicators».

Главным критерием отбора было наличие у компаний в период с 2005 по 2010 г. акций, активно торгуемых на рынке. Общее количество компаний, вошедших в выборку развитых стран, составило 2121, развивающихся – 1852. Чтобы элиминировать смещение в оценках, которое может возникнуть в результате неоднородности выборки, данные по компаниям из стран, доля которых в выборке составляла более 10%, мы оценивали отдельно (Германия, Франция, Великобритания).

В связи с высокой степенью неоднородности выборки компаний развивающихся рынков оценка СП производилась отдельно для Китая (806 компаний), Индии (556 компаний), Южной Африки (137 компаний), Бразилии (62 компании). Данные по компаниям Польши оценивались отдельно от выборки стран Восточной Европы, так как доля польских компаний в ее структуре составляет около 37% (102 компании). Данные по компаниям из остальных стран Восточной Европы оценивались совместно, выборка составила 176 компаний. С целью рас-

чета СП к целевой структуре капитала российские компании также были выделены в отдельную выборку, которая составила 50 компаний.

Выявление основных факторов влияния на СП к целевой структуре капитала и ее оценка на развитых и развивающихся рынках

Россия. В первую очередь мы оценили модель частичного приспособления для периода 2005–2010 гг. Модель была оценена при помощи одношаговой и двушаговой процедур (1st или 2st), а также для бухгалтерского ($(Total Debt/Total Assets)$) и рыночного ($Total Debt/(Total Debt+Market Capitalization)$) показателей уровня долга. Результаты оценки представлены в таблице 3.

Управление структурой капитала в российских компаниях согласуется с ДКК. СП к целевой структуре капитала, рассчитанная на основе бухгалтерского показателя, составляет 23,5% (что незначительно отличается от результатов для двушаговой процедуры), на основе рыночного показателя – 44,4% (38,6% для одношаговой процедуры). Такая разница может быть связана с большим влиянием кризисного периода на значение рыночного уровня долга, так как рыночная капитализация многих российских компаний, используемая в расчете рыночного уровня долга, в 2008 г. значительно снизилась, в связи с чем дамми-переменная для этого года оказалась строго значима в модели. При этом ни один из внутренних показателей не оказался значим, то есть в течение 2005–2010 гг. при формировании структуры капитала российские компании в первую очередь ориентировались на существующий уровень финансово рычага и внешнюю экономическую обстановку в стране.

Таблица 3

Оценка модели частичного приспособления для российских компаний за 2005–2010 гг.¹

Метод оценивания	BB1st	BB2st	BB1stM	BB2stM
Зависимая переменная	TD/TA	TD/TA	MTD/TA	MTD/TA
L.(TD/TA)_L.(MTD/TA)	0,742***	0,765***	0,614***	0,556***
L.(ln(TA))	0,168	0,151	-0,328	-0,486
L.(NFA/TA)	-2,885	-1,998	-1,736	-1,955
L.(EBIT/TA)	-13,01	-11,84	-17,68	-21,83
L.(P/B)	0,264	0,253	0,179	0,219
L.(GDP,gr)	0,431**	0,450**	-0,166	-0,0233
Dummy 2006 г.	-12,82***	-12,47***	-10,71	-13,43*
Dummy 2007 г.	-3,369	-3,977	-5,665	-9,769
Dummy 2008 г.	-2,623	-2,681	38,28***	35,41***
Constant	10,77	9,619	14,92	19,66

*** $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, * $p < 0,1$

Для модели оценки бухгалтерского значения уровня долга дамми-переменная 2008 г. оказалась незначимой. Однако для этой модели наблюдается строго значимое влияние темпа роста ВВП, что свидетельствует о том, что косвенно подтверждается и влияние кризисных процессов в экономике. Тест Саргана и тест Хансена подтвердили адекватность инструментов. Чтобы выявить влияние кризиса, мы провели аналогичные процедуры оценивания для панели за период 2005–2007 гг. Результаты представлены в таблице 4.

СП к целевой структуре капитала, рассчитанная с использованием бухгалтерского показателя уровня долга, для докризисного периода составила 50,3%. Таким образом, рост издержек рекапитализации, которым сопровождается влияние кризиса, приводит к тому, что СП к целевой структуре капитала снижается более чем в 2 раза, следовательно, для кризисных лет

1. ВВ означает использование метода Бландела–Бонда, 1st/2st – одношаговую/двушаговую процедуры оценки, М – модель для рыночного уровня долга, L. При переменных – лаг первого уровня. В скобках указало значение P-value, *** $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, * $p < 0,1$.

значение СП должно составлять около 4–5%, что свидетельствует о незначительном управлении структурой капитала российских компаний в кризисный период.

Таблица 4

Оценка модели частичного приспособления
российских компаний за 2005–2007 гг.¹

Метод оценивания	BB1st	BB2st	BB1stM	BB2stM
Зависимая переменная	TD/TA	TD/TA	MTD/TA	MTD/TA
L.(TD/TA)_L.(MTD/TA)	0,304	0,497**	-0,074	0,037
L.(ln(TA))	-1,518	-1,148	-2,62	-2,286
L.(NFA/TA)	6,231	6,747	8,664	8,032
L.(EBIT/TA)	-17,23	-13,34	-42,13	-37,59
L.(P/B)	0,565	0,595	-2,471	-2,2
L.(GDP.gr)	2,373*	1,908	2,286	2,545**
Constant	3,325	-0,0318	27,33	20,03

*** $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, * $p < 0,1$

Развитые и развивающиеся страны. Мы провели аналогичный анализ для выборок компаний Польши, Восточной Европы (за исключением Польши) и стран БИКС (БРИКС без России), а также Франции, Германии, Великобритании и стран Западной Европы (за исключением трех ранее названных стран). В качестве основного кейса для анализа мы принимаем результаты оценки двушаговым методом Бландела–Бонда для бухгалтерского значения финансового рычага за 2005–2010 гг. Результаты оценки представлены в таблице 5.

Таблица 5

Результаты оценки модели частичного приспособления для развитых и развивающихся стран за 2005–2010 гг.

Выборка	Польша	Восточная Европа	Китай	Индия	Бразилия	ЮАР	Англия	Франция	Германия	Западная Европа
	Lev* > Lev (t - 1)		Lev* < Lev (t - 1)	Lev* > Lev (t - 1)		-		Lev* > Lev (t - 1)		
SOA	0,35	0,22	0,09	0,16	0,53	0,11	0,33	0,21	0,15	0,05

L.(TD/TA)	0,650***	0,781***	0,908***	0,845***	0,474***	0,886***	0,668***	0,786***	0,850***	0,949***
L.(ln(TA))	0,924**	0,118	0,421***	0,485**	1,537**	-0,005	0,849**	0,356***	0,289*	-0,139*
L.(NFA/TA)	3,556	3,233	0,787***	4,789**	0,404	-0,414	3,632*	4,695**	2,980	1,477
L.(EBIT/TA)	-4,51	-0,018***	3,128	-38,33*	1,715	5,209	-6,773	-2,807	-1,950	-0,805
L.(P/B)	0,0355*	0,379**	-0,0436*	-0,0157	0,001**	-0,197	0,019	0,065***	0,015	-0,060
L.(GDP gr.)	0,115	0,0336	0,0538	-0,260*	-0,0854	0,686***	0,286**	0,469***	0,294**	-0,003
Dummy. 2005	2,057**	1,659	0,794	-0,32	1,271	-2,935**	-	-	-	-
Dummy. 2006	1,057	0,607	0,0432	0,313	1,536	-2,389	0,121	-0,979	-0,311	1,627***
Dummy. 2007	1,23	1,109	-1,325	1,591**	0,169	-2,992**	1,022	-1,089	-1,035	2,065***
Dummy. 2008	2,478***	2,880*	1,354	0,256	4,892**	-2,336	0,142	0,249	0,958	3,373***
Dummy. 2009	-	0,509	-	-	-	-	-	-	-	-0,203
Constanta	-0,724	1,059	-1,342	5,445**	0,372	1,974	0,072	1,533	0,602	1,164**

1. ВВ означает использование метода Бландела–Бонда, 1st/2st – одношаговую/двушаговую процедуры оценки, М–модель для рыночного уровня долга, L. При переменных–лаг первого уровня. В скобках указано значение P-value.

Количество наблюдений	609	1053	4 814	3 307	355	808	2 288	1 494	1 656	4 906
Количество компаний	102	176	806	556	60	136	471	303	343	996

*** $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, * $p < 0,1$

Как мы видим, управление структурой капитала компаний как на развитых, так и на развивающихся рынках согласуется с ДКК. Предварительно оценив размер целевого уровня долга и среднего фактического уровня долга для исследованного периода, мы пришли к выводу, что для компаний большинства исследованных стран, в отличие от России, значимыми становятся внутрифирменные показатели:

- размер капитала компании оказывает отрицательное влияние на СП к целевой структуре капитала как на развитых, так и на развивающихся рынках (кроме стран Восточной Европы и ЮАР), если $Lev^* > Lev(t - 1)$, что согласуется с выдвигаемой нами гипотезой, и положительное влияние в обратном случае (результаты Китая);
- размер залоговой стоимости активов компании оказывает отрицательное влияние на СП к целевой структуре капитала компаний Индии, Англии, Франции ($Lev^* > Lev(t - 1)$), что согласуется с выдвигаемой нами гипотезой, и положительное влияние в обратном случае (результаты Китая);
- доходность совокупного капитала оказывает положительное влияние на СП компаний Восточной Европы и Индии ($Lev^* > Lev(t - 1)$), что согласуется с выдвигаемой нами гипотезой;
- возможности роста оказывают отрицательное влияние на СП как на развитых, так и на развивающихся рынках (Польша, Восточная Европа, Китай, Бразилия, Англия) вне зависимости от соотношения целевого и фактического уровней долга; мы объясняем это тем, что потенциальные возможности роста рассматриваются как факторы, свидетельствующие о наличии «буфера» для возможного изменения структуры капитала в будущем.

Проведя аналогичную оценку для периода 2005–2007 гг., мы пришли к выводу об отрицательном влиянии кризисных явлений в экономике на СП к целевой структуре капитала компаний как развитых, так и развивающихся стран. Исключение составляют только компании Бразилии и Германии, для которых СП, рассчитанная для докризисного периода, оказалась на 21,5% и 4,4% ниже соответственно. Объяснением такой динамики может служить то, что издержки ведения бизнеса при неоптимальной структуре капитала во время кризиса стали превышать издержки рекапитализации, что привело к увеличению СП. Также на влияние кризисных явлений в экономике на СП косвенно указывает значимость темпа роста ВВП и дамми-переменных за 2008 г. в модели.

Выявление влияния институциональных факторов на СП

С целью анализа влияния институциональных факторов на СП в выборку Восточной Европы мы включили данные по польским компаниям, объединили выборки стран БИКС и Западной Европы. Для того чтобы решить проблему смещенности, которая могла возникнуть в связи с разным количеством данных по компаниям из разных стран, мы сократили выборку по бразильским, индийским, французским, немецким и английским компаниям в среднем до 150 компаний. В связи с этим мы сократили крупные выборки, соблюдая критерий отраслевой сбалансированности, внося по 20 компаний из каждой отрасли в новую выборку.

Институт кредитования. Для того чтобы определить влияние характеристик института кредитования на СП, мы исследовали влияние индекса юридической силы кредиторов и заемщиков и интегрированный показатель легкости доступа к рынку кредитования в стране. Разделив выборки в зависимости от среднего значения соответствующих показателей за оба исследуемых периода, мы получили оценки СП, которые представлены на рисунках 1–4.

Внесение в выборку БИКС российских данных для всего периода исследования привело к тому, что связь в отношении легкости доступа к рынку кредитования и глубины раскрытия информации поменялась на положительную. С другой стороны, внесение российских компаний в выборку для докризисного периода привело к изменению зависимости, что свидетельствует о том, что в этот период простота доступа к рынку кредитования для российских компаний имела меньшее значение, чем во время кризиса, так как в этот период она была значительно выше. Эти результаты подтверждают оценки с включением России в выборку Восточной Европы для докризисных лет.

Для развитых стран Западной Европы за период 2005–2010 гг. наблюдается ожидаемая положительная зависимость между СП и институциональными характеристиками кредитования в стране.

На рисунках 5–6 представлены графики зависимости СП от легкости доступа к кредитованию для докризисного периода. Для развитых стран характерна более низкая СП, несмотря на то что они традиционного характеризуются более низкими издержками приспособления.

Анализ показал, что в целом наблюдается нелинейная зависимость между СП и институциональными характеристиками кредитования. Межстрановой анализ продемонстрировал, что чем выше данные показатели, тем ниже издержки рекапитализации, в результате чего компании могут откладывать на более поздние сроки решения по изменению структуры капитала. С другой стороны, анализ внутри группы развивающихся стран демонстрирует положительную зависимость, то есть в условиях относительно высоких издержек приспособления улучшение ситуации в области кредитования приводит к росту СП к целевой структуре капитала.

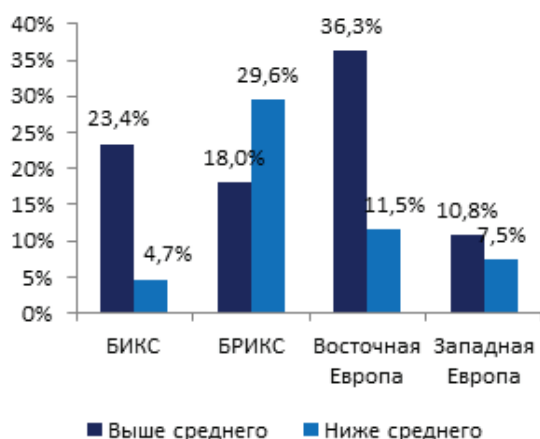


Рисунок 1. Зависимость СП от индекса юридической силы кредиторов и заемщиков, 2005–2010 гг.

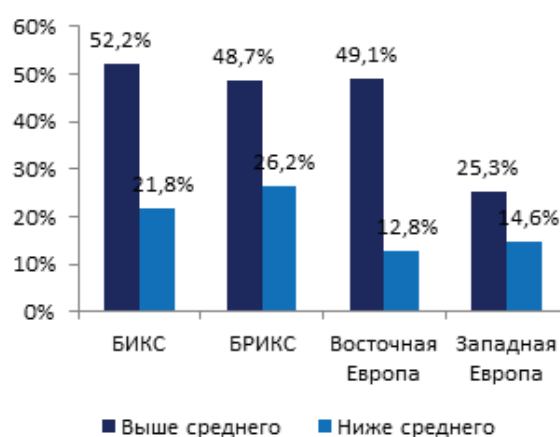


Рисунок 2. Зависимость СП от индекса юридической силы кредиторов и заемщиков, 2005–2007 гг.

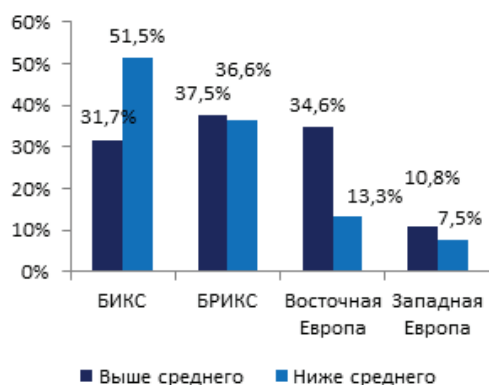


Рисунок 3. Зависимость СП от простоты доступа к рынку кредитования, 2005–2010 гг.

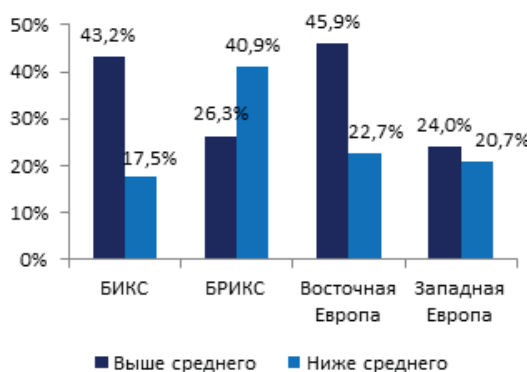


Рисунок 4. Зависимость СП от простоты доступа к рынку кредитования, 2005–2007 гг.



Рисунок 5. Зависимость СП от простоты доступа к рынку кредитования в стране, выборка развивающихся стран

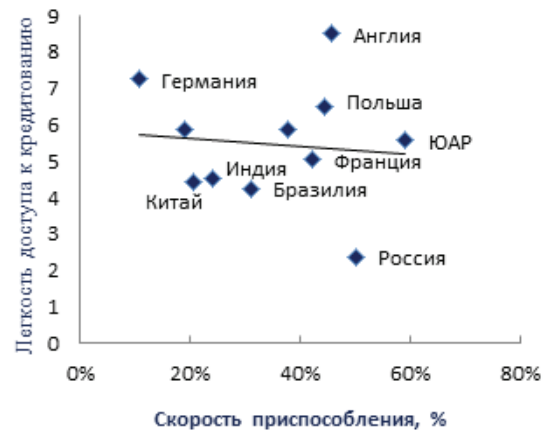


Рисунок 6. Зависимость СП от простоты доступа к рынку кредитования в стране, полная выборка

Институт защиты инвесторов. Анализ влияния института взаимодействия с инвесторами на СП мы рассматривали на основе трех основных показателей – степень защиты прав инвесторов, степень раскрытия информации и степень ответственности менеджмента, рассчитываемые для каждой страны Всемирным Банком. Результаты оценки представлены на рисунках 7–10.

Для периода исследования 2005–2010 гг. для стран БИКС наблюдается положительная взаимосвязь между СП и переменными, характеризующими защиту инвесторов, то есть наша гипотеза относительно влияния данной группы переменных подтверждается. Данный результат не изменился при объединении с российской выборкой, что свидетельствует о том, что в целом на исследуемом периоде времени для российских компаний также наблюдалась положительная взаимосвязь. Однако при рассмотрении докризисного периода времени объединение выборок по российским компаниям с компаниями стран БИКС была выявлена отрицательная зависимость со степенью раскрытия информации. Это может свидетельствовать о том, что слишком высокая асимметрия информации в России приводит к более значительному росту издержек функционирования компании (относительно издержек рекапитализации) при неоптимальной структуре капитала. Эти выводы подтверждаются и при внесении российских данных в выборку стран Восточной Европы.

Не согласуются с нашей гипотезой выводы относительно влияния степени ответственности менеджмента на СП для стран Восточной Европы и России. Это можно объяснить тем, что низкая степень ответственности менеджмента приводит к росту агентских издержек, которые могут влиять как на издержки функционирования бизнеса при неоптимальной структуре капитала, так и на издержки приспособления, в результате чего может сформироваться ситуация, приводящая к росту СП.

Для развитых стран Западной Европы отрицательная взаимосвязь наблюдается только в отношении степени защиты прав инвесторов в докризисном периоде, что может свидетельствовать о замедлении СП компаний в странах, где уровень данного показателя очень высок.

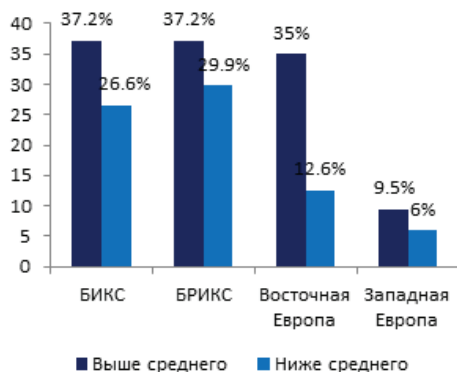


Рисунок 7. Зависимость СП от степени раскрытия информации, 2005–2010 гг.

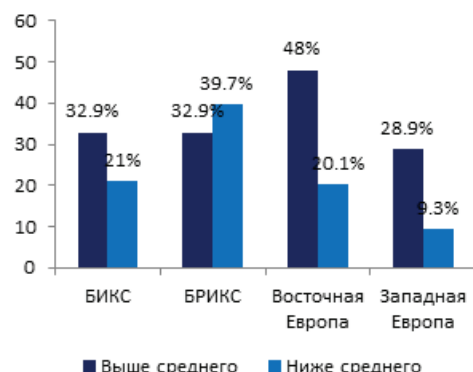


Рисунок 8. Зависимость СП от степени раскрытия информации, 2005–2007 гг.

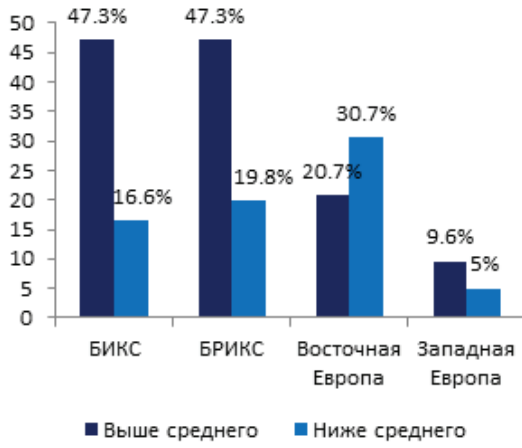


Рисунок 9. Зависимость СП от степени ответственности менеджмента, 2005–2010 гг.

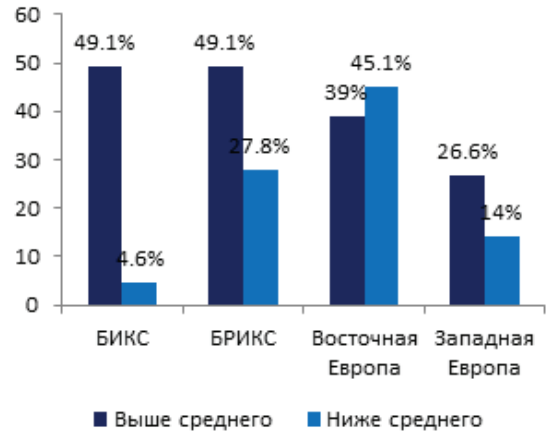


Рисунок 10. Зависимость СП от степени ответственности менеджмента, 2005–2007 гг.



Рисунок 11. Зависимость СП от индекса защиты прав инвесторов, выборка развивающихся стран



Рисунок 12. Зависимость СП от индекса защиты прав инвесторов, полная выборка

Институт банкротства. Анализ влияния совершенства и развитости института банкротства в стране мы проводили на основе трех показателей – материальных и временных издержек банкротства, а также доли возврата капитала собственнику в результате проведения процедуры банкротства. Результаты оценки СП в зависимости от средних данных показателей приведены в таблице 6.

Мы ожидали, что издержки банкротства отрицательно влияют на СП к целевой структуре капитала. Для большинства исследованных выборок стран данная гипотеза не опровергается, однако относительно влияния временных издержек банкротства на СП в России однозначного вывода сделать нельзя. При этом относительно прямых издержек приспособления можно сделать вывод об отрицательной взаимосвязи со СП для российских компаний. Интересно, что ни одна из гипотез не подтверждается для выборки Восточной Европы (анализ за период 2005–2010 гг.), при том что с включением в выборку российских данных гипотезы в отношении всех трех факторов подтверждаются.

Таблица 6

СП к целевой структуре капитала в зависимости от издержек банкротства, %

Выборка	Период анализа	Временные издержки банкротства		Прямые издержки банкротства		Процент возврата капитала кредиторам	
		Н	L	Н	L	Н	L
БИКС	2005–2010	3,9	40,8	37,2	26,6	37,2	26,6
	2005–2007	17,6	7,2	32,9	21	32,9	21
БРИКС	2005–2010	3,9	41,9	37,2	29,9	37,5	26,6

	2005–2007	21	41,9	32,9	39,7	41,9	21
Восточная Европа	2005–2010	36,5	24,6	29,7	25,3	16,5	35,8
	2005–2007	26	34,1	37,9	40,1	32,1	45,3
Восточная Европа, вкл. Россию	2005–2010	66,2	77,4	70,3	79,4	89,6	65
	2005–2007	51,3	44,1	37,9	41,4	43,2	47,6
Западная Европа	2005–2010	3,8	12,4	6	18,6	12,8	3,9
	2005–2007	17,4	23,7	19,9	20,2	25,6	14,1

Однако сравнительный межстрановой анализ СП, рассчитанной для разных стран и среднего значения издержек банкротства за докризисный период исследования, выявил незначительную (12,8%) положительную зависимость, которая графически изображена на рисунке 13.

В отношении данной группы показателей достаточно сложно сделать однозначные выводы. На наш взгляд, наблюдается ситуация, аналогичная выявленной зависимости для характеристик института кредитования. Если мы сравниваем СП в зависимости от величины исследуемых показателей на региональных подгруппах, то можно заметить отрицательную зависимость между СП и издержками банкротства для развитых стран, где эти издержки относительно ниже, и положительную зависимость для большинства стран БИКС, где эти издержки выше относительно других развивающихся рынков.

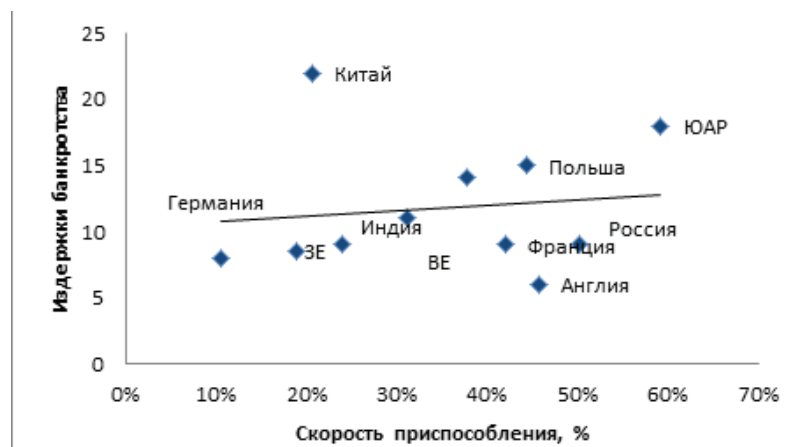


Рисунок 13. Зависимость скорости приспособления от издержек банкротства

Выводы

Таким образом, на основе проведенного анализа можно сделать вывод о том, что для всех стран, участвовавших в анализе, подтверждается адекватность модели частичного приспособления хотя бы в рамках одного эконометрического метода оценки. Как показал анализ, в результате кризиса СП компаний в большинстве стран значительно снижается, однако это может зависеть еще и от отрасли, в которой компания функционирует. Важно отметить, что для развитых стран Западной Европы наибольшую значимость в объяснении СП имеют внутрифирменные детерминанты. Для развивающихся стран эти факторы играют меньшую роль, но достаточно четко прослеживается зависимость от темпа роста ВВП и дамми-переменных временного периода.

Выявленная нами взаимосвязь между СП и параметрами института кредитования и института банкротства оказалась нелинейной, так как в рамках сравнения СП внутри выделенных региональных групп наблюдалась связь, согласующаяся с нашими гипотезами. В том случае, когда мы проводили сравнение между развитыми и развивающимися странами, наша гипотеза не подтверждалась. Гипотеза о положительном влиянии показателей института защиты инвесторов на СП к целевой структуре капитала подтвердилась как на выборках развивающихся групп стран, так и на выборках групп развитых стран.

Список литературы

1. Antoniou, A., Gurney, Y., Paudyal, K. (2008), The Determinants of Capital Structure: Capital Market Oriented versus Bank Oriented Institutions, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43 (2008) 59–92.
2. Chakraborty, I. (2010), Capital structure in an emerging stock market: The case of India, *Research in International Business and Finance*, 24 (2008) 295–314.
3. Dang, V., Kim, M., Shin, Y. (2009), Asymmetric Capital Structure Adjustments: New Evidence from Dynamic Panel Threshold Models. Working Paper Series (<http://ssrn.com/abstract=1444488>).
4. De Haas, R., Peeters, M. (2006), The Dynamic Adjustment towards Target Capital Structures of Firms in Transition Economies. *Economics of Transition*, 1(14) (2006) 133–169.
5. Drobetz, W., Wanzenried, G. (2006), What Determines the Speed of Adjustment to the Target Capital Structure?, *Applied Financial Economics*, 13(16) (2006) 941–958.
6. Elsas, R., Florysiak, D. (2010), Dynamic Capital Structure Adjustment and the Impact of Fractional Dependent Variable, Working Paper Series (<http://ssrn.com/abstract=1632362>).
7. Flannery, M., Rangan, K. (2006), Partial adjustment toward target capital structures, *Journal of Financial Economics*, 79 (2006) 469–506.
8. Khalid, S. (2011), Financial Reforms and Dynamics of Capital Structure Choice: A Case of Publically Listed Firms of Pakistan, *Journal of Management Research*, 3 (2011).
9. Nivorozkin, E. (2004), The dynamics of capital structure in transition economies. *Economics of Planning*, 1(37) (2004) 25–45.
10. Qian, Y., Tian, Y., Wirjanto, T. (2009) Do Chinese publicly listed companies adjust their capital structure toward a target level?, *China Economic Review*, 20 (2009) 662–676.
11. Sbeiti, W. (2010), The Determinants of Capital Structure: Evidence from the GCC Countries. *International Research Journal of Finance and Economics*, 47 (2010) 56–82.
12. Toker, J., Stoja, E. (2011), Industry membership and capital structure dynamics in the UK. *International Review of Financial Analysis*, 20 (2011) 207–214.
13. Welch, I. (2004), Capital Structure and Stock Returns// *Journal of Political Economy*, University of Chicago Press, 1(112) (2004) 106–131.

INTERNAL AND INSTITUTIONAL FACTORS OF SPEED OF ADJUSTMENT TO THE TARGET CAPITAL STRUCTURE: EVIDENCE FROM DEVELOPED AND EMERGING CAPITAL MARKETS

Kokoreva Maria,

*Associate Professor: Faculty of Economics, School of Finance;
Research fellow: Corporate Finance Center, HRU-HSE*

Yulova S.,

*Graduate of the Master's HSE, senior analyst in the department of business valuation and
business modeling department Transaction Advisory Services Company EY*

Abstract

This paper considers capital structure management from the perspectives of dynamic trade-off theory and, more specifically, analyzes determinants of speed of adjustments (SoA).

The authors review results of the previous theoretical and empirical studies about adjustment costs and SoA related to developed and emerging markets where an influence of internal and macroeconomic factors was identified. Next, the authors hypothesize that recapitalization costs/earnings may also be dependent on the development of the institutional environment.

The empirical testing in this paper is based on the data of 3973 companies from 35 developed and emerging countries (including Russia) for 2005 – 2010. The partial adjustment model with Blandell-Bond method is used to test the influence on SoA of such internal variables as capital size, return of total capital, growth opportunities and assets tangibility, and such macroeconomic variables as GDP growth rate and time dummies

Such groups of factors as «Getting Credit», «Protecting Investors» and «Resolving Insolvency» from «World Development Indicators» and «Doing Business» data bases of the World Bank are considering as the main indicators of the institutional environment. The influence of these factors on the SoA was estimated by dividing the sample based on a variable value and applying a graphical analysis.

Finally, the authors conclude that due to the financial crisis of 2008, the SoA for the majority of companies decreased both in the developed and emerging countries. The internal factors are the most significant in the determination of SoA for companies in the Western Europe. On the other hand, for emerging markets the GDP growth rate and time dummy are the most important variables. With regard to the Russian companies the authors point out that in 2005 – 2010 capital structure decisions were determined only by the current debt level and the overall economic situation in the country.

Besides the authors identified that there is a non-linear dependence between SoA and variables of credit institute and institute of insolvency. Moreover, the hypothesis about positive influence of variables of protecting investors institute on SoA was confirmed both on the sample of developed and emerging countries.

JEL: G32

Keywords: capital structure, dynamic trade-off theory, speed of adjustment, institutional factors

References

1. Antoniou A., Gurney Y., Paudyal K. The determinants of capital structure: Capital market oriented versus bank oriented institutions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2008, 43, pp. 59–92.
2. Chakraborty I. Capital structure in an emerging stock market: The case of India. *Research in International Business and Finance*, 2008, 24, pp. 295–314.

3. Dang V., Kim M., Shin Y. Asymmetric capital structure adjustments: New evidence from dynamic panel threshold models. Working Paper Series, 2009. Available at: <http://ssrn.com/abstract=1444488>.
4. De Haas R., Peeters M. The dynamic adjustment towards target capital structures of firms in transition economies. *Economics of transition*, 2006, 1(14), pp. 133–169.
5. Drobetz W., Wanzenried G. What determines the speed of adjustment to the target capital structure? *Applied Financial Economics*, 2006, 13(16), pp. 941–958.
6. Elsas R., Florysiak D. Dynamic capital structure adjustment and the impact of fractional dependent variable. Working Paper Series, 2010. Available at <http://ssrn.com/abstract=1632362>.
7. Flannery M., Rangan K. Partial adjustment toward target capital structures. *Journal of Financial Economics*, 2006, 79, pp. 469–506.
8. Khalid S. Financial reforms and dynamics of capital structure choice: A case of publically listed firms of Pakistan. *Journal of Management Research*, 2011, 3.
9. Nivorozkin E. The dynamics of capital structure in transition economies. *Economics of Planning*, 2004, 1(37), pp. 25–45.
10. Qian Y., Tian Y., Wirjanto T. Do Chinese publicly listed companies adjust their capital structure toward a target level? *China Economic Review*, 2009, 20, pp. 662–676.
11. Sbeiti W. The determinants of capital structure: Evidence from the GCC countries. *International Research Journal of Finance and Economics*, 2010, 47, pp.56–82.
12. Toker J., Stoja E. Industry membership and capital structure dynamics in the UK. *International Review of Financial Analysis*, 2011, 20, pp. 207–214.
13. Welch I. Capital structure and stock returns. *Journal of Political Economy*, 2004, 1(112), pp. 106–131. Available at: <http://ideas.repec.org/a/ucp/jpolec/v112y2004i1p106-131.html>

ОТНОШЕНЧЕСКИЙ КАПИТАЛ КАК ФАКТОР ПОВЫШЕНИЯ СТОИМОСТИ КОМПАНИИ

Быкова А.А.¹ Морковкина Е.В.²

Представленная работа посвящена исследованию влияния отношенческого капитала на стоимость компании. Поскольку отношенческий капитал рассматривается не только как структура взаимосвязей компании с агентами внешней среды, но и условие для непрерывной циркуляции потоков знаний между ними, их использования в процессе создания стоимости, то влияние данного вида капитала может быть косвенным и включать в себя процессы создания, преобразования знаний внутри компании и их обмена с другими агентами.

Однако полной медиационной связи между отношенческим капиталом или способностью фирмы аккумулировать необходимую информацию, знания из внешней среды, а затем грамотно применять в своей деятельности и стоимостью компании выявить не удалось. Тем не менее, результаты исследования доказали, что даже в отсутствие у компании некой направленности на управление знаниями отношенческий капитал способен стать фактором повышения стоимости компании на рынке за счёт использования несвязанных с извлечением знаний выгод от его развития, например, сокращения транзакционных издержек.

Более того, выстроенные и укрепившиеся взаимоотношения компании с внешней средой выступают неким катализатором, необходимым условием процесса создания, накопления знаний внутри компании и их обмена с другими агентами. Чем длительнее и прочнее взаимоотношения между агентами – фирмой и партнёрами, клиентами, инвесторами, научными центрами, тем больше у них возможностей и потенциала извлечь из них новое для себя – идеи, разработки, решения и др., которые можно использовать в дальнейшем в рамках своей деятельности с целью завоевания конкурентного преимущества на рынке.

Область применения полученных результатов не ограничивается решениями менеджеров высшего звена, их стратегиями относительно успешного развития компании в долгосрочной перспективе. Эффективность и скорость циркуляции потоков знаний внутри компании напрямую зависит не только от топ-менеджмента, но и в не меньшей степени от менеджеров среднего и младшего звена, рядовых работников данной компании.

Ключевые слова: отношенческий капитал, стоимость компании, конкурентное преимущество, процесс создания, накопления и обмена знаниями, потоки знаний, медиационный фактор

JEL: C51, G32

Введение

На сегодняшний день конкурентоспособность фирм во многом определяется их способностью к инновационной деятельности. Для успешного создания инноваций на протяжении длительного периода времени компании недостаточно использовать внутренний потенциал, необходимы также идеи, разработки, актуальная информация, сосредоточенные во внешней среде.

Дж. Му, Г. Пенг и Э. Лав подчеркивают, что с помощью развития связей с агентами рыночной среды и их постоянного регулирования компании могут получить доступ к скрытым знаниям, встроенным в эти взаимосвязи, являющиеся ключевым драйвером успешной инновационной деятельности (Muetal, 2008). К. Смит и К. Коллинз (Smith, Collins, 2006) утверждают, что возможности современных компаний разрабатывать и затем выводить на рынок свои инновационные продукты заключаются в их способности управлять знаниями, которые они черпают из внешней среды, аккумулировать их внутри себя. Другими словами, собирать и накапливать только те знания, которые будут в дальнейшем «полезны» в ее деятельности. В широком смысле процесс накопления необходимых для фирмы знаний означает ее способность идентифицировать, поглощать, затем грамотно применять эти знания.

1. Канд. эконом. наук, доцент кафедры финансового менеджмента, НИУ ВШЭ-Пермь

2. Студентка 4-го курса факультета экономики, НИУ ВШЭ-Пермь.

Как показывают эмпирические оценки, успешная инновационная деятельность способствует более высокой оценке компании со стороны инвесторов. Таким образом потенциально вложения в отношенческий капитал могут способствовать увеличению стоимости компании на рынке.

В настоящей статье приводятся результаты тестирования гипотезы о влиянии межфирменного взаимодействия как необходимого условия создания и аккумуляции компанией новых знаний, на их применение в процессе производства инноваций и процессе создания стоимости. Для этого далее будет представлен краткий обзор концепций понятия отношенческого капитала и способов его идентификации и измерения, а затем описаны результаты эмпирического исследования влияния отношенческого капитала на стоимость компании на рынке.

Отношенческий капитал: определение и методы измерения

Понятие отношенческого капитала в академической литературе не имеет строгого и четкого определения, исследователи в области экономики знаний вкладывают в него различный смысл. Тем не менее, можно выделить три превалирующих направления в подходах к его определению и содержанию.

Согласно первому подходу, отношенческий капитал – это определенная структура отношений, любого рода связи фирмы с внешней средой, включая сотрудничество, возникающие между фирмами (Roos, Roos, 1997). Все ресурсы, связанные с внешней структурой фирмы и включающие отношения с потребителями, поставщиками, бизнес-партнерами, образовательными учреждениями и другими общественными институтами (Lervik, 2006).

Другое направление анализирует отношенческий капитал как совокупность косвенных связей фирмы с агентами внешней среды фирмы: репутация (Vasileiadou et al., 2011) или имидж в рыночной среде, то есть некий «собирательный образ», который складывается у реальных и потенциальных покупателей, а также деловых партнеров. Взаимоотношения фирмы с внешней средой в этом случае формируются косвенно (дистанционно) – без необходимости физического присутствия сторон непосредственно в момент взаимодействия, что затрудняет идентификацию фирмой своих потребителей (Capello, Faggian, 2005). Примером таких взаимоотношений может служить лояльность клиентов к бренду компании или формальное выполнение фирмой условий заключенного с поставщиком контракта.

Наконец, существенное количество исследователей анализирует отношенческий капитал как часть социального капитала, совокупность существующих и потенциальных ресурсов, встроенных во взаимоотношения фирм с другими агентами (Nahapiet, Ghoshal, 1998), которые доступны участвующим сторонам и могут быть извлечены в любое время (Longo, Mura, 2010). Данный подход показывает, что отношенческий капитал не только каркас уже существующих взаимосвязей фирмы с внешней средой, но и совместные выгоды от взаимоотношений, важные для обеих сторон (Carmeli, Azeroual, 2009).

Кроме того, сами компании также являются внешними источниками информации для других агентов рыночной среды. Такой обмен может обеспечиваться благодаря потокам знаний, циркулирующим между компаниями как конкурентами, клиентами, поставщиками. Конечным результатом взаимного обмена может стать приобретение новых знаний, удержание их внутри компании, затем применение в ходе деятельности или создание на их основе нового знания (Muetal, 2008).

Таким образом, в наиболее общем смысле взаимоотношения компании с другими агентами внешней среды выстраиваются таким образом, чтобы каждая из сторон могла извлечь наиболее ценные для себя знания, аккумуляции их, затем преобразовать и успешно применить в своей деятельности самостоятельно или в кооперации.

В связи с возрастающей ролью инвестирования в создание и поддержание связей для современной компании возрастает и актуальность его анализа, измерения и оценки его влияния на результаты деятельности компании. Проведенный анализ позволил систематизировать как теоретические (прил. 1, табл. 1), так и практические методы измерения отношенческого капитала (прил. 2, табл. 2). Необходимо отметить, что применение большинства из теоретических

моделей на практике довольно затруднительно в связи с высоким уровнем субъективизма в используемых оценках. Эмпирические модели в свою очередь предлагают применение прокси-показателей измерения уровня отношенческого капитала, лишь косвенно отражающих существующие и потенциальные взаимоотношения фирмы с различными агентами внешней среды.

Любая фирма, стремящаяся к получению наиболее точной оценки своего отношенческого капитала, способна признать преимущества от его развития и наращивания и, следовательно, использовать их для повышения уровня конкурентоспособности, завоевания прочной позиции на рынке, приверженности со стороны потребителей. Однако, начиная примерно с 70-х гг. XX в. основной целью функционирования фирмы на рынке стало признаваться стремление увеличить стоимость компании, благосостояние ее собственников (Shirietal, 2012).

Вопрос о том, каким образом отношенческий капитал может стать фактором, способствующим увеличению стоимости компании, будет предметом анализа в данном исследовании.

Эмпирический анализ взаимосвязи отношенческого капитала и стоимости компаний

Результаты глубинных интервью с топ-менеджерами крупных китайских корпораций, занимающихся разработкой программного обеспечения, проведенных Дж. Му, Г. Пенг и Э. Лав, показали, что для компаний очень важно поддерживать устойчивые отношения с партнерами, потому как они служат источником ценных знаний, информации и возможностей осуществлять успешные совместные проекты (Muetal, 2008). Авторы эмпирически показали, что чем длительнее и прочнее взаимоотношения между агентами – фирмой и партнерами, клиентами, инвесторами, научными центрами, тем больше у них возможностей и потенциала извлечь из них новое для себя – например, идеи, разработки, решения, которые можно использовать в дальнейшем в рамках своей деятельности и передавать другим агентам.

Более того, этими же исследователями подчеркивается, что от внутренних источников знаний, опыта, идей и процессов управления ими внутри компании, с одной стороны, и от внешних источников, формирующих отношенческий капитал – с другой, зависят успех данной компании, темп ее роста и развития (Muetal, 2008).

К. Коллинз и К. Смит в своем исследовании также приводят эмпирическое обоснование взаимосвязи между внешним климатом, процессом управления знаниями и их использованием, а также финансовым результатом деятельности фирмы. Авторы выявили, что благоприятная внешняя среда, в которую та или иная компания встроена, создающая условия для ее взаимодействия с другими агентами, – язык, доверие, нормы, желание сотрудничать – способствовала росту годовой выручки от инновационной деятельности через процесс обмена знаниями и их накопления (Collins, Smith, 2006). При этом процесс, связанный с управлением знаниями, связывает, или даже усиливает влияние отношенческого капитала на то, насколько успешной является деятельность компании. На основании этого можно выдвинуть следующую гипотезу: Процесс накопления знаний компанией и обмена этими потоками с другими агентами внешней среды служит связующим звеном между отношенческим капиталом и результатами деятельности фирмы.

Необходимо отметить, что данная гипотеза включает в себя сразу несколько процессов, исследуя отношенческий капитал с позиции медиационного фактора или «посредника». В рамках выдвинутых гипотез роль такого фактора играет процесс создания, накопления знаний внутри компании и их обмена с внешней средой. Медиационный фактор – способность фирмы аккумулировать необходимую информацию, знания из внешней среды, а затем грамотно применять в своей деятельности анализируется в работах А. Кармели, Б. Эзроэль (2009) и К. Коллинза, К. Смита (2006), где авторы моделируют опосредованное влияние отношенческого капитала на результаты деятельности фирм.

В связи с этим целесообразно разбить данную гипотезу на две более узкие по смыслу:

H1: Отношенческий капитал, усиливая интенсивность процесса накопления, создания, преобразования знаний внутри фирмы и их передачи другим агентам, положительно влияет на стоимость компании.

H2: Процесс создания, накопления знаний внутри компании и их обмена с внешней средой будет оказывать положительное воздействие на стоимость компании только при условии пребывания его в роли связующего звена во взаимосвязи между отношенческим капиталом и величиной стоимости компании.

Таким образом, общая схема анализа взаимосвязи отношенческого капитала и стоимости компании, используемая в данном исследовании, представлена на рис. 1.

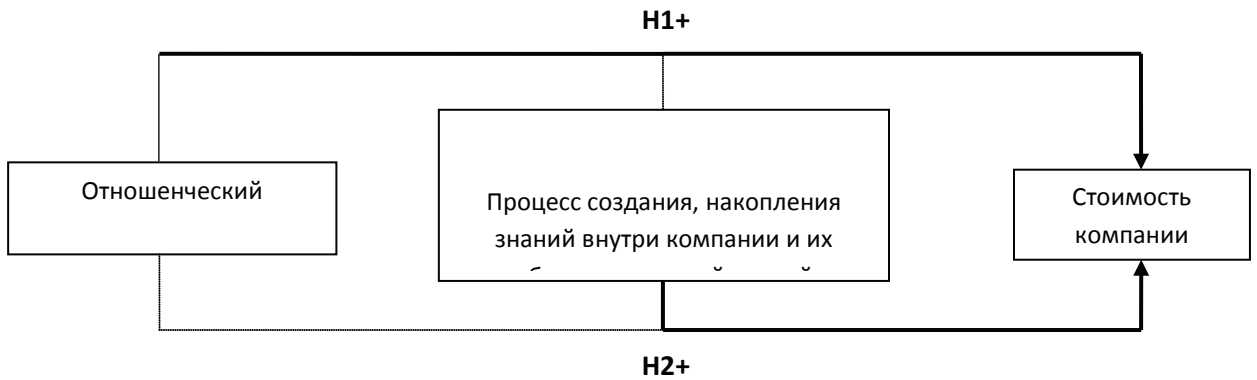


Рисунок 1. Схема исследования влияния отношенческого капитала на стоимость компании

Для проверки выдвинутых гипотез на основе анализа теоретических и эмпирических работ был сформирован набор индикаторов отношенческого капитала, процесса накопления знаний компанией и рыночной стоимости компаний, соответствующих им прокси-показателей. Для характеристики отношенческого капитала были взяты показатели, отвечающие за взаимоотношения с основными агентами внешней среды фирмы – потребителями, партнерами, инвесторами, исследовательскими центрами. Так, например, участие в бизнес-ассоциациях, а также наличие у компании дочерних компаний отражают взаимоотношения с партнерами, качество сайта – с клиентами, участие иностранного капитала – с инвесторами, местонахождение – наличие возможностей для установления связей с научными центрами.

В представленной таблице 1 обобщены показатели, используемые в рамках данного исследования, и их краткая характеристика.

Таблица 1

Индикаторы влияния отношенческого капитала на стоимость компаний

Показатель	Метод измерения	Тип/единицы измерения
Индикаторы процесса создания, накопления знаний и их обмена с внешней средой		
Затраты компании на заработную плату		Количественный (денежный) /млн евро
Количество наград за инновационность	Количество наград компании за успешную инновационную деятельность, имеющихся на 2011 г.	Количественный/единиц
Квалификация членов совета директоров	2 – более 1/3 членов совета директоров имеют ученую степень/звание и опыт работы более 5 лет; 1 – если выполнен один из критериев; 0 – другое	Категориальный
Наличие направленности на интеллектуальный капитал и управление знаниями в стратегии компании	Упоминает ли компания на своем официальном сайте об интеллектуальном капитале, практике управления знаниями 0 – нет; 1 – есть	Бинарный
Количество патентов	Количество действующих патентов на 2011 г. по данным базы QPAT	Количественный/единиц

Показатель	Метод измерения	Тип/единицы измерения
Доля собственников в совете директоров	Количество собственников в совете директоров/общее количество членов совета директоров	Количественный/доли
Индикаторы отношенческого капитала		
Участие в ассоциациях	1 – да, 0 – нет	Бинарный
Качество веб-сайта компании	<ul style="list-style-type: none"> • 1–4 в зависимости от выполнения критериев по оценке качества сайта: • доступность информации для инвесторов; • информация представлена на нескольких языках; • объем информации (более 10 с.); • оформление. • За выполнение 1 критерия дается 1 балл. 	Категориальный
Количество дочерних компаний		Количественный/количество компаний
Находится ли в региональном центре	Находится ли компания в городе, который является государственной столицей или центром провинции, региона 1 – да, 0 – нет	Бинарный
Расположение вблизи топовых университетов	1 – да, 0 – нет	Бинарный
Привлекался ли иностранный капитал	1 – да, 0 – нет	Бинарный
Индикаторы результатов деятельности компаний		
Рыночная добавленная стоимость компании	(Рыночная капитализация собственного капитала в текущем периоде) – (величина акционерного капитала в предыдущем периоде)	Количественный/млн евро
Контрольные показатели		
Количество работников		Количественный/количество работников
Величина балансовой стоимости активов		Количественный/млн евро
Экономическая добавленная стоимость	Инвестированный капитал* (рентабельность инвестированного капитала – средневзвешенные затраты на капитал)	Количественный/млн евро

С целью тестирования выдвинутых гипотез в исследовании была проанализирована выборочная совокупность, включающая 655 торгуемых британских компаний по данным за 2011 г.¹. Великобритания обладает достаточно большим потенциалом инновационного развития. Так, по данным 2011 г. она занимает 10-е место по значению Мирового индекса конкурентоспособности² и 14-е место по Индексу экономики знаний по оценкам Мирового банка³. Указанные факты демонстрируют целесообразность тематики исследования для компаний данной страны.

В выборку вошли компании, оперирующие в различных секторах экономики (табл. 2), большую долю среди которых занимают фирмы, конечным результатом деятельности которых является нематериальный продукт – это представители сферы услуг (более 60%), что в целом соответствует структуре экономики Великобритании.

1. В данной работе в качестве источника данных, а также используемых прокси-показателей использованы результаты, полученные в ходе выполнения проекта «Особенности создания ценности компании в период экономического кризиса: роль интеллектуальных ресурсов», выполненного в рамках Программы «Научный фонд НИУ ВШЭ» в 2013 г., грант № 13-05-0021.0.

2. The Global Competitiveness Report 2011-2012 // World Economic Forum. [Эл. ресурс]. Режим доступа: <http://gcr.weforum.org/gcr2011>.

3. KEI and KI Indexes (KAM 2011) // The World Bank: Knowledge Assessment Methodology (K2D). [Эл. ресурс]. Режим доступа: http://info.worldbank.org/etools/kam2/KAM_page5.asp#c74.

Структура выборочной совокупности по сферам деятельности компаний

Сфера деятельности	Доля в выборочной совокупности, %
Научная деятельность, вспомогательные услуги бизнесу	25
Финансы и страхование	21
Производство	20
Услуги населению	10
Торговля, транспортировка грузов	8
Строительство, аренда, лизинг	8
Топливо-энергетический комплекс, включая услуги населению	8

Основные описательные статистики по анализируемым показателям представлены в таблицах 3 и 4.

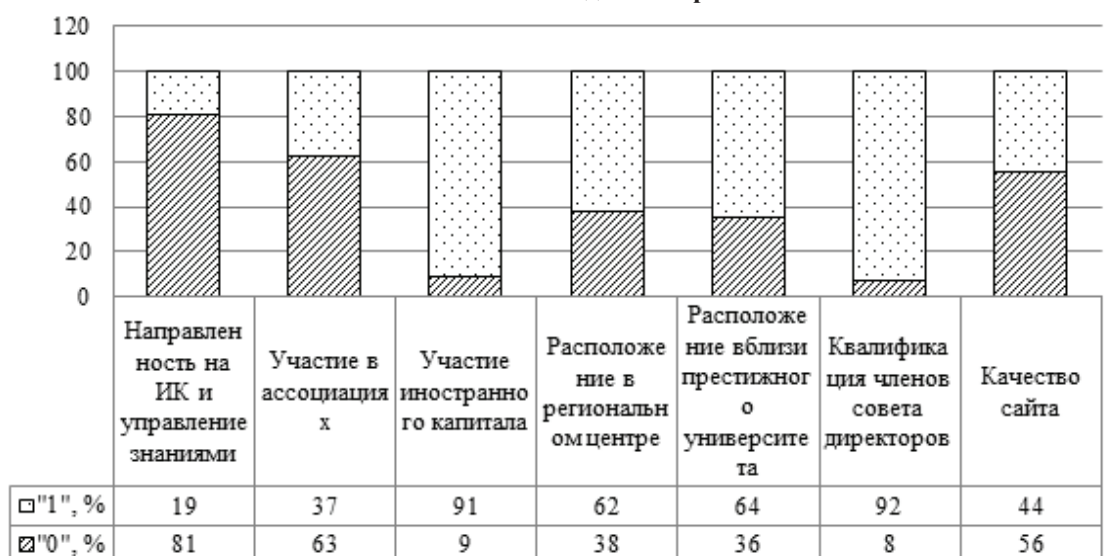
Таблица 3

Описательные статистики количественных показателей

Показатель	Количество наблюдений	Среднее значение	Медиана	Минимальное значение	Максимальное значение	Стандартное отклонение
Затраты на заработную плату (млн евро)	653	85,5	12,2	0,1	2019,4	195,5
Доля собственников в совете директоров, доля	655	0,5	0,5	0	1	0,3
Количество наград за инновационность, ед.	632	0,2	0	0	14	0,9
Количество патентов, ед.	655	26,9	0	0	3113	201,5
Количество дочерних компаний, ед.	655	39,0	17	0	790	64,8
Балансовая стоимость активов (млн евро)	655	573,5	107,2	0,1	9778,5	1285,2
Количество работников, чел.	655	1993	236	1	29992	4397
Рыночная добавленная стоимость (млн евро)	655	116,1	0,8	-2654,2	9794,4	742,7
Экономическая добавленная стоимость (млн евро)	655	-7,1	0	-2093,5	1368,4	121,8

Таблица 4

Описательные статистики для бинарных показателей



В большинстве эмпирических исследований величина отношенческого капитала выражается одним показателем, который рассчитывается на основе проведения интервью с менеджерами

и директорами компаний. В данном исследовании в качестве меры отношенческого капитала был выбран целый ряд показателей, основанных на доступных внешним аналитикам данных. Каждый из показателей отвечает за определенный аспект капитала и, соответственно, имеет свою природу, структуру и единицы измерения.

Корреляционный анализ прокси-показателей отношенческого капитала, представленный в Приложении 3, не выявил проблемы мультиколлинеарности в используемых показателях, вместе с тем позволив предварительно обнаружить некоторые зависимости.

Для проверки выдвинутых гипотез необходимо построить несколько спецификаций модели. В каждой из них зависимой переменной выступает рыночная добавленная стоимость компании, а в качестве независимых:

- в первой – показатели отношенческого капитала,
- во второй – показатели процесса создания знаний, их накопления внутри компании и обмена с внешней средой,
- в третьей – показатели отношенческого капитала и как медиационный фактор – процесс создания знаний, их накопления внутри компании и обмена с другими агентами.

Спецификации моделей для тестирования гипотез 1 и 2¹ представлены на рисунке 2.

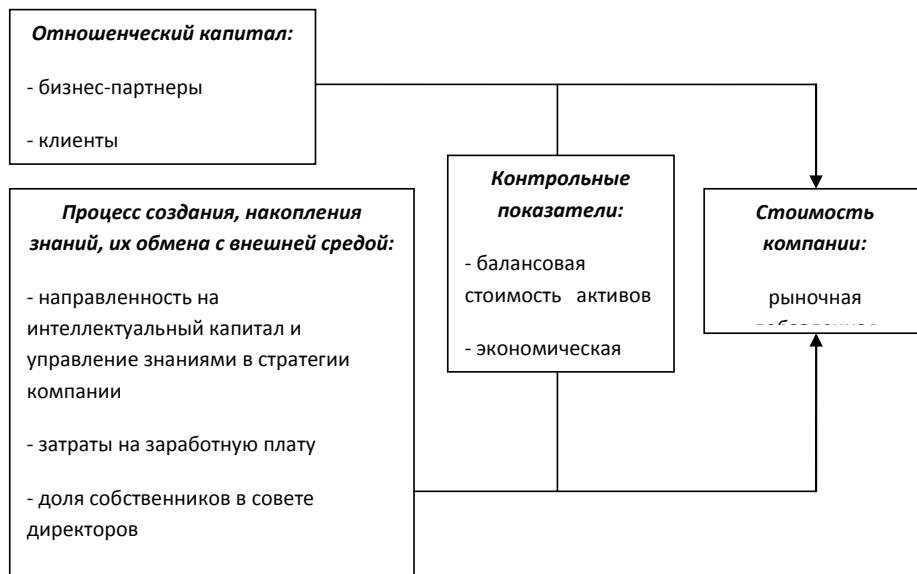


Рисунок 2. Модели для проверки гипотез 1 и 2

Эмпирические результаты построенных моделей представлены в таблице 5. В модели были включены все выбранные независимые показатели, поскольку между ними в каждой из моделей отсутствовала значимая тесная взаимосвязь.

Таблица 5

Эмпирические результаты для тестирования гипотез 1 и 2 (1)

Показатель	Гипотеза 1*, Значение коэффициента	Гипотеза 2*, значение коэффициента
Участие в бизнес-ассоциациях	136,08** (55,842)	
Качество сайта	3,83 (51,459)	
Участие иностранного капитала	56,80* (30,379)	

1. Корреляционная матрица представлена в Приложении 4 (табл.5).

1*. Модель скорректирована на гетероскедастичность с помощью введения поправок в форме Вайта, автокорреляция отсутствует.

2*. Модель скорректирована на гетероскедастичность и автокорреляцию с помощью введения поправок в форме Ньюи-Веста. Условия Гаусса-Маркова в моделях с использованием МНК нельзя считать выполненными в силу присутствия гетероскедастичности и автокорреляции. Несмотря на то, что к стандартным ошибкам коэффициентов были введены поправки, сами оценки коэффициентов не являются эффективными.

Показатель	Гипотеза 1*, Значение коэффициента	Гипотеза 2*, значение коэффициента
Расположенность в региональном центре	-158,15** (67,453)	
Количество дочерних компаний	-0,92 (0,900)	
Расположенность вблизи престижных университетов	155,12** (62,329)	
Направленность на интеллектуальный капитал и управление знаниями в стратегии компании		131,24 (85,255)
Затраты на заработную плату		0,62 (0,382)
Доля собственников в совете директоров		32,13 (47,329)
Количество наград за инновационную деятельность		2,99 (13,589)
Количество патентов		0,02 (0,351)
Квалификация членов совета директоров		321,48** (163,854)
Балансовая стоимость активов	0,22** (0,087)	0,21 (0,133)
Экономическая добавленная стоимость	3,05*** (0,879)	7,40*** (1,978)
Константа	-39,51 (53,580)	-362,70** (168,477)
R2-adjusted, %	35,71	47,07
Prob(F-statistic)	0,00	0,00

* – значим на 10%-ном уровне, ** – значим на 5%-ном уровне, *** – значим на 1%-ном уровне

Из таблицы 5 видно, что не все связи факторных признаков с результирующими статистически значимы. Если в первой модели значимо влияние участия в ассоциациях, расположенности в региональном центре и вблизи университетов, наличия иностранного капитала, то во второй – статистически значим только лишь показатель квалификации совета директоров.

Однако для проверки медиации, то есть влияния отношенческого капитала на рыночную добавленную стоимость компаний через процесс создания, накопления знаний внутри компании и их обмена с внешней средой, необходимо построить обобщенную модель, включающую все три составляющие: отношенческий капитал, процесс создания, накопления знаний и рыночную добавленную стоимость. Спецификация для данной модели представлена на рисунке 3:

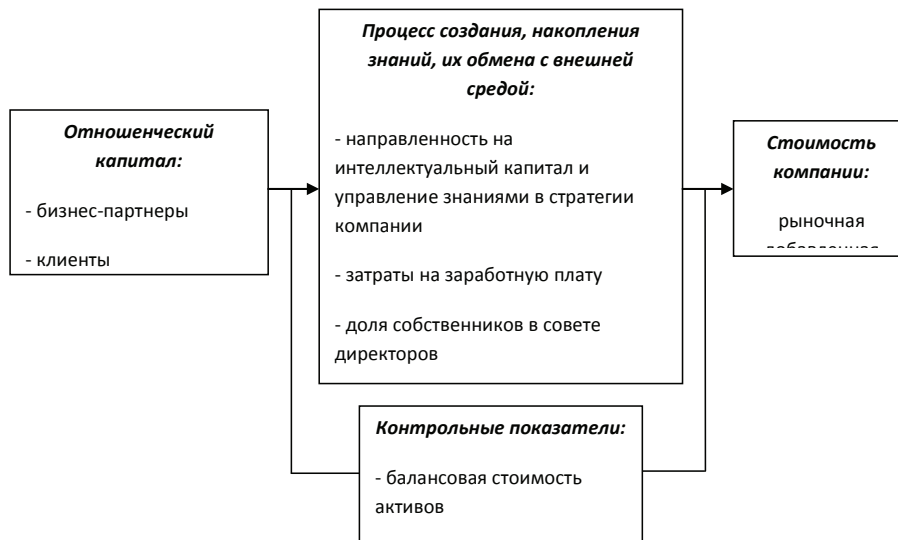


Рисунок 3. Обобщенная модель для проверки гипотез 1 и 2

Эмпирические результаты для тестирования гипотез 1 и 2 (2)¹

Показатель	Значение коэффициента
Участие в бизнес-ассоциациях	46,43(51,385)
Качество сайта	-52,73(53,220)
Участие иностранного капитала	64,21**(32,913)
Расположенность в региональном центре	-54,72(58,360)
Количество дочерних компаний	-0,90(0,874)
Расположенность вблизи престижных университетов	27,39(46,132)
Балансовая стоимость активов	0,23*(0,134)
Направленность на интеллектуальный капитал и управление знаниями в стратегии компании	151,48*(89,035)
Затраты на заработную плату	0,64*(0,372)
Доля собственников в совете директоров	48,62(48,354)
Количество наград за инновационную деятельность	-2,19(11,979)
Количество патентов	0,02(0,353)
Квалификация членов совета директоров	356,17**(174,605)
Экономическая добавленная стоимость	7,31***(2,005)
Константа	-411,36**(184,625)
R ² -adjusted, %	47,43
Prob(F-statistic)	0,000

* –значим на 10%-ном уровне, ** –значим на 5%-ном уровне, *** – значим на 1%-ном уровне

Результаты эмпирической оценки, представленные в таблице 6, позволяют сделать выводы о том, что все выявленные на раннем этапе связи между показателями отношенческого капитала и величиной рыночной добавленной стоимости, кроме участия иностранного капитала, потеряли свою значимость в обобщенной модели, что дает основание отвергнуть гипотезу 1.

Что касается проверки гипотезы 2, то ранее выявленная положительная взаимосвязь между показателем квалификации совета директоров и рыночной добавленной стоимостью остается значимой в обобщенной модели; кроме того, статистическую значимость приобретают факторы наличия направленности на интеллектуальный капитал и управление знаниями в стратегии компании и величины затрат на заработную плату сотрудников. Таким образом, гипотеза 2 подтверждается. Показатель наличия направленности на интеллектуальный капитал и управление знаниями в стратегии компании показывает, связана ли стратегия развития компании с совершенствованием ее способности идентифицировать потенциально полезные знания, аккумулировать их и затем интегрировать в свою деятельность (Carmeli, Azeroual, 2009). На наш взгляд, он дает представление не конкретно о качестве и интенсивности данного процесса, а в целом, о том, имеет ли он место в деятельности компании. Соответственно, значимость данного индикатора доказывает, что фирма, нацеленная на управление интеллектуальными ресурсами, в частности, знаниями, имеет потенциал для извлечения максимального числа выгод из этого процесса.

Необходимо отметить, что показатели количества наград компании за инновационную активность и количества патентов не играют роли как при прямом воздействии данного процесса на результат деятельности компаний, так и косвенном – в качестве посредника. Эти элементы могут рассматриваться как часть информационно-технической и правовой поддержки процесса, связанного с созданием, накоплением, использованием и передачей знаний. Полученный результат может говорить о том, что если даже компания награждена за разработку инновационных идей и права на эти продукты официально закреплены за ней, то нельзя утверждать с полной уверенностью, что данная компания сможет вывести свой новый продукт на рынок, сформировать устойчивое конкурентное преимущество.

1. Модель скорректирована на гетероскедастичность и автокорреляцию с помощью введения поправок в форме Ньюи-Веста. Корреляционная таблица представлена в Приложении 4 (табл. 6).

Заключение

В целом результаты проведенного исследования подтвердили гипотезу о положительном воздействии отношенческого капитала на результаты деятельности компаний, в частности на стоимость компании. Например, это может быть связано со снижением издержек координации и взаимодействия с агентами внешней среды, разработкой эффективных средств коммуникации или формированием лояльности со стороны клиентов и т.д. (Kijek, Kijek, 2008; Longo, Muga, 2010). Однако они лишь частично поддерживают выводы, полученные в более ранних исследованиях (Carmeli, Azeroual, 2009; Kim, Song, Sumbamurthy, Lee, 2012; Hsu, Sabherwal, 2012). Мы не нашли достаточного подтверждения тому, что процесс управления знаниями (накопление, создание, преобразование внутри компании и дальнейшая передача их другим агентам) служит посредником в положительной взаимосвязи отношенческого капитала и эффективности деятельности фирмы. Акцент в отношении усиленного воздействия фактора в медиационной модели смещается с отношенческого капитала в сторону самого фактора-посредника. Отношенческий капитал может рассматриваться в этой связи лишь как некий стимул или катализатор.

Развитие отношенческого капитала фирмой, вероятно, может стимулировать процесс создания, накопления знаний внутри нее и их обмена с внешней средой. Фирма, находящаяся вблизи университета, вполне может наладить выгодное сотрудничество, приобретая при этом новые знания, которые она может преобразовывать и использовать в своей деятельности. Подтверждением выявленной взаимосвязи может служить исследование Л. Абрамовски и Х. Симпсон (Abramovsky, Simpson, 2011), в ходе которого было установлено, что если британские фармацевтические компании размещают свои подразделения вблизи университетов, которые также занимаются исследовательской деятельностью, то вероятность их сотрудничества очень высока, например, формирования совместных исследовательских групп. Компании рассматривают взаимодействие с университетами как возможность улучшения качества человеческого капитала, коммерциализации инновационных идей. Со стороны университетов заинтересованность в сотрудничестве может быть обусловлена обеспечением условий для генерации идей, к примеру, предоставление лабораторий для проведения исследований.

Выстроенные взаимоотношения компании с ее партнерами в рамках участия в бизнес-ассоциациях также могут поддерживать процесс обмена идеями и разработками между данными сторонами. Считается, что в этом случае у фирм снижаются стимулы к оппортунистическому поведению, ведь в их интересах производить совместно новое знание, а не использовать наработки партнеров с целью личной выгоды (Carmeli, Azeroual, 2009). Доверие и взаимное уважение партнеров в ассоциации возникает благодаря их тесному и постоянному сотрудничеству и взаимодействию (Carmeli, Azeroual, 2009). Однако извлечение фирмой ценных знаний и других полезных информационных ресурсов из взаимоотношений с агентами внешней среды, в частности партнерами, научными образованиями, не гарантирует их эффективного применения, о чем свидетельствует невозможность принятия гипотезы 1.

Для грамотного управления знаниями и другими информационными ресурсами фирме необходимо обладать одновременно высоким уровнем человеческого капитала, в первую очередь это касается квалификации членов совета директоров. Данный показатель продемонстрировал свою значимость. С другой стороны, человеческий капитал компании не ограничивается менеджментом высшего звена, он также включает способности, умения, навыки и квалификации других работников. А. Киджек и Т. Киджек в своей работе в состав человеческого капитала включают взаимоотношения между работниками компании с позиции их характера и качества, делая акцент на том, что эти взаимоотношения выступают необходимым условием для эффективной циркуляции потоков знаний внутри компании (Kijek, Kijek, 2008). В настоящем же исследовании рассматриваются исключительно взаимоотношения компании с внешней средой, поэтому связи внутри компании могут стать ключевым фактором в составе отношенческого капитала, способным повлиять на результат ее деятельности.

В заключение необходимо отметить, что на сегодняшний день вопрос развития интеллектуального капитала, в частности отношенческого, весьма актуален, поскольку, возможно, существуют другие медиационные факторы, которые бы смогли восполнить и даже усилить взаимосвязь между отношенческим капиталом и процессом роста стоимости компании. Тем более что появляются новые, усложненные методы эконометрического и статистического анализа, позволяющие с большей точностью проверять конкретные свойства взаимосвязей между объектами. Результаты проведенного исследования могут оказаться полезными, в первую очередь, менеджерам компаний, ответственным за принятие решений и расстановку приоритетов в области взаимоотношений с агентами внешней среды: партнерами, государственными структурами, потребителями, конкурентами, инвесторами и другими стейкхолдерами, а также формирование траектории развития фирмы.

Список литературы

1. Abramovsky, L., Simpson, H. (2011), Geographic proximity and firm-university innovation linkages: evidence of Great Britain, *Journal of economic geography*, 11(2011) 949–977.
2. Ahangar, R.G. (2011), The relationship between intellectual capital and financial performance: An empirical investigation in an Iranian company, *African journal of business management*, 5(1) (2011) 88–95.
3. Amadou, A. (2011), The effect of foreign capital on domestic investment in Togo, *International journal of economics and finance*, 3(5) (2011) 223–226.
4. Andriessen, D. (2004), Intellectual capital valuation and measurement, *Journal of intellectual capital*, 5(2) 2004 230–242.
5. Audretsch, D.B. (1998), Agglomeration and the location of innovative activity, *Oxford review of economic policy*, 14(4) (1998) 18–29.
6. Azim, I.M. (2012), Corporate governance, mechanism and their impact on company performance: A structural equation model analysis, *Australian journal of management*, 37(3) (2012) 481–504.
7. Bannany, M.A. (2008), Study of determinants of intellectual capital performance in banks: the UK case, *Journal of intellectual capital*, 9(3) (2008) 487–498.
8. Barney, J.B. (1991), Firm resources and sustained competitive advantage, *Journal of management*, 17 (1991) 99–120.
9. Bismuth, A., Tojo Y. (2008), Creating value from intellectual assets, *Journal of intellectual capital*, 9(2) (2008) 228–245.
10. Bontis, N. (2001), Assessing knowledge assets: a review of the models used to measure intellectual capital, *International journal of management reviews*, 3(1) (2001) 41–60.
11. Camison, C., Villar-Lopez, A. (2012), On how firms located in an industrial district profit from knowledge spillovers: adoption of an organic structure and innovation capabilities, *British journal of management*, 23 (2012) 361–382.
12. Capello, R., Faggian, A. (2005), Collective learning and relational capital in local innovation processes, *Regional studies*, 39(1) (2005) 75–87.
13. Carmeli, A., Azeroual, B. (2009), How relational capital and knowledge combination capability enhance the performance of work units in a high technology industry, *Strategic entrepreneurship journal*, 3 (2009) 85–103.
14. Castro, G.M., Saez, P.L., Navas Lopez, J.E. (2004), The role of corporate reputation in developing corporate reputation, *Journal of intellectual capital*, 5(4) (2004) 575–585.
15. Chadwick, C. (2007), Examining non-linear relationships between human resource practices and manufacturing performance, *ILR Review*, 4 (2007) 499–521.
16. Chen, R., Sharma, S. (2012), Understanding user behavior at social networking sites: a relational capital perspective, *Journal of global information technology management*, 15(2) (2012) 25–45.
17. Collins, C., Smith, K. (2006), Knowledge exchange and combination: the role of human practices in the performance of high technology firms, *Academy of management journal*, 49(3) (2006) 544–560.

18. Guidelines for managing and reporting on intangibles (Intellectual capital report), Final report MERITUM project, (2001) 72–99.
19. Goh, C.P. (2005), Intellectual capital performance of commercial banks in Malaysia, *Journal of intellectual capital*, 6(3) (2005) 385–396.
20. Hsu, I.-C., Sabherwal, R. (2012), Relationship between intellectual capital and knowledge management: an empirical investigation, *Decision sciences journal*, 43(3) (2012) 489–524.
21. Johnson William, H.A. (1999), An integrative taxonomy of intellectual capital: measuring the stock and flow of intellectual capital components in the firm, *Technology management*, 18 (1999) 562–575.
22. Kale, P., Singh, H., Perlmutter, H. (2000), Learning and protection of proprietary assets in strategic alliances: building relational capital, *Strategic management journal*, 21 (2000) 217–237.
23. Kijek, T., Kijek, A. (2008), Relational capital and its impact on firm's performance: the case of Polish enterprises // *Economics and competition policy*, 4(11) (2008) 78–84.
24. Kim, Y.-G., Song, S., Sumbamurthy, V., Lee, Y.-L. (2012), Entrepreneurship, knowledge integration capability, and firm performance: an empirical study, *InfSyst Front*, 14 (2012) 1047–1060.
25. Lervik, E. (2006), Relational capital: A study on its importance, quantification and its impact on business sectors and markets.
26. Liu, X., Parker, D., Vaidya, K., Wei, Y. (2001), The impact of foreign direct investment on labor productivity in the Chinese electronics industry, *International business review*, 10 (2001) 421–439.
27. Longo, M., Mura, M. (2010), A methodology for measuring intellectual capital. A structural equations modeling approach, *Advances in measurement systems*, INTECH Publ., (2010) 491–510.
28. Mu, J., Peng, G., Love, E. (2008), Interfirm networks, social capital, and knowledge flow, *Journal of knowledge management*, 12(4) (2008) 86–100.
29. Nahapiet, J., Ghoshal, S. (1998), Social capital, intellectual capital, and the organizational advantage, 23(2) (1998) 243–266.
30. Pew Tan, H., Plowman, D., Hancock, Ph. (2007), Intellectual capital and financial returns of companies, *Journal of intellectual capital*, 8(1) (2007) 76–95.
31. Phusavat, K., Comera, N., Sitko-Lutek, A., Ooi, K.-B. (2011), Interrelationships between intellectual capital and performance: empirical examination, *Industrial management and data systems*, 111(6) (2011) 810–829.
32. Roos, G., Roos, J. (1997), Measuring your company's intellectual performance // *Long range planning*, 3 (1997) 413–426.
33. Saenz, J. (2005), Human capital indicators, business performance and market-to-book ratio, *Journal of intellectual capital*, 6(3) (2005) 374–384.
34. Schiuma, G., Carlucci, D. (2000), Exploring intellectual capital concept in strategic management research, *Strategies for information technology and intellectual capital: challenges and opportunities*, (2000) 10–28.
35. Shiri, M.M., Mousavi, K., Soltan Ahmadi, A.P. (2012) The effect of intellectual capital on market value added, *Journal of basic and applied scientific research*, 2(7) (2012) 7214–7226.
36. Vasileiadou, E.M., Missler-Ber, M., Ullrich, S. (2011), Relational capital management of new ventures through virtual embeddedness and social media, *Proceedings of the European conference on intellectual capital*. P. 447–461.
37. Wellbourne, T.M., Pardo-del-Val, M. (2008), *Relational Capital: Strategic Advantage for Small and Medium-Size Enterprises (SMEs) Through Negotiation and Collaboration*, Springer Science. P. 483 – 497.
38. Yang, Ch., Chen, T.-Y. (2010), Evaluating the efficiency of intellectual capital management for Taiwan IC design industry, *African journal of business management*, 4(15) (2010) 3366–3373.

Методы измерения отношенческого капитала, используемые в теоретических моделях

Субъект отношений	Показатель	Авторы
Потребители	<p>Удовлетворенность: количество писем с жалобами, характер отзывов о качестве продукции и обслуживания, скорости реагирования на звонки и письма;</p> <p>Приверженность: количество постоянных клиентов, количество повторных заключаемых контрактов, улучшение финансовых показателей (рост выручки);</p> <p>Доля расходов на продукцию фирмы в общем доходе потребителей;</p> <p>Торговая марка фирмы:</p> <ul style="list-style-type: none"> • лидерство; • стабильность; • спрос; • международное признание; • тенденции развития; • поддержание; • защита; <p>Число клиентов, приходящихся на одного работника, число действующих (осуществляемых на момент измерения) проектов, количество привлеченных клиентов в сравнении с потерянными, среднее время ответа на заказ, т. е. время между моментом заказа клиента и окончательной доставкой, процент постоянных клиентов (срок сотрудничества не менее 5 лет) от общего числа клиентов, прибыль в расчете на одного клиента, прибыль в расчете на одного работника, процент выручки от постоянных клиентов, доля удовлетворенных клиентов, средняя степень удовлетворенности среди ключевых клиентов;</p> <p>Количество дней, потраченное на посещение клиентов, отношение количества контактов с потенциальными клиентами к числу заключенных сделок.</p>	<p>T. Стюарт, 2007;</p> <p>W. Johnson, 1999;</p> <p>MERITUM Project, 2001;</p> <p>N. Bontis, 2001;</p>
Поставщики	<p>Длительность и частота заключаемых контрактов, количество долгосрочных контрактов;</p> <p>Наличие благоприятных контрактов – контрактов, полученных фирмой благодаря ее уникальному рыночному положению.</p>	<p>E. Lervik, 2006;</p> <p>W. Johnson, 1999;</p>
Государственные и общественные структуры, конкуренты, инвесторы, университеты, научно-исследовательские образования, банки и т.д.	<p>Долгосрочность контактов;</p> <p>Количество альянсов, эффективность работы альянсов;</p> <p>Участие в международных семинарах, количество позитивных и негативных новостей о компании, процент рыночной доли, затраты на прямой почтовый маркетинг как доля общих затрат фирмы.</p>	<p>E. Lervik, 2006;</p> <p>W. Johnson, 1999;</p> <p>MERITUM Project, 2001.</p>

Методы измерения отношенческого капитала, используемые в эмпирических исследованиях

Показатель	Основная идея исследования	Авторы
Участие в бизнес-ассоциациях	<p>Отношенческий капитал, совместно формируемый участниками бизнес-ассоциаций и альянсов, создает основу для эффективного обмена идеями, разработками и знаниями и снижает стимулы к оппортунистическому поведению в отношении незаконного копирования результатов инновационной деятельности партнеров</p> <p>Социальный капитал, выстраиваемый участниками какой либо организационной сети или объединения, на основе доверия и желания сотрудничать активизирует потоки знаний между партнерами и позволяет грамотно управлять ими.</p>	<p>P. Kale, H. Singh, H. Perlmutter, 2000;</p> <p>J. Mu, G. Peng, E. Love, 2008;</p>

Цитируемость сайта компании, его качество	Встроенность компаний в виртуальное пространство – сеть Интернет – посредством создания корпоративных веб-сайтов, форумов, размещения рекламы в социальных сетях позволяет развивать ее отношенческий капитал, выводить его на новый «виртуальный» уровень и грамотно управлять с целью получения выгоды Отношенческий капитал в терминах идентификации членов сообщества, взаимности и доверия между ними является источником мотивации для активного использования интернет-сайтов не только отдельными интернет пользователями, но и корпоративными субъектами в лице компаний.	E. M. Vasileiadou, M. Missler-Behr, S. Ullrich, 2011; R. Chen, S. Sharma, 2012;
Местонахождение компании	Географическое положение играет большую роль в инновационной деятельности, чем меньше расстояние между субъектами, обладающими ценными знаниями и желающими ими обменяться, тем эффективнее будет процесс обмена, и тем меньше будут связанные с этим транзакционные издержки.	D. B. Audretsch, 1998
Участие иностранного капитала	Прямые иностранные инвестиции положительно влияют на продуктивность компаний через увеличение объема их капитала, введения новых технологий и управленческих методов.	X. Liu, D. Parker, K. Vaidya, Y. Wei, 2001

Приложение 3

Таблица 3

Корреляционный анализ Спирмена между индикаторами отношенческого капитала

	IR_ASSOC	IR_SITE_QUALITY	IR_FOREIGN_CAPITAL	IR_LOC_CAP	IR_SUBS	IR_UNIV	F_BV	IH_N_EMP	P_EVA
IR_ASSOC	1,000								
IR_SITE_QUALITY	0,217***	1,000							
IR_FOREIGN_CAPITAL	0,163**	0,010	1,000						
IR_LOC_CAP	-0,033	0,015	-0,041	1,000					
IR_SUBS	0,141***	-0,014	0,076	-0,050	1,000				
IR_UNIV	-0,062	0,062	-0,090*	0,370***	0,051	1,000			
F_BV	0,297 ***	0,108**	0,118**	0,033	0,505***	0,062	1,000		
IH_N_EMP	0,351***	0,145***	0,110**	-0,095*	0,419 ***	0,057	0,465 ***	1,000	
P_EVA	-0,018	0,055	-0,013	0,073	-0,167***	0,049	-0,113**	-0,060	1,000

* – значим на 10%-ном уровне, ** – значим на 5%-ном уровне, *** – значим на 1%-ном уровне

Таблица 4

Корреляционный анализ Спирмена между индикаторами процесса создания, накопления знаний и их обмена

	IS_IC_KM	IH_C_EMP	IR_OWNERS_DIRECTORS	IS_AWARDS	IS_PATENTS	IH_BOARD_QF	F_BV	P_EVA
IS_IC_KM	1,000							
IH_C_EMP	0,204***	1,000						
IR_OWNERS_DIRECTORS	-0,118**	0,242***	1,000					
IS_AWARDS	0,160***	0,118**	0,132***	1,000				
IS_PATENTS	0,116**	0,346***	0,106**	0,086*	1,000			
IH_BOARD_QF	-0,046	-0,150***	-0,059	0,059	-0,032	1,000		
F_BV	0,107 **	0,511***	0,199***	0,058	0,216***	-0,160***	1,000	
P_EVA	0,038	0,060	0,070	0,082	0,243***	0,044	-0,259***	1,000

* – значим на 10%-ном уровне, ** – значим на 5%-ном уровне, *** – значим на 1%-ном уровне

**Корреляционный анализ Спирмена между факторами отношенческого капитала
и процесса создания, накопления знаний и их обмена**

	IR_ASSOC	IR_SITE_QUALITY	IR_FOREIGN_CAPITAL	IR_LOC_CAP	IR_SUBS	IR_UNIV	F_BV	P_EVA	IS_IC_KM	IH_C_EMP	IR_OWNERS_DIRECTORS	IS_AWARDS	IS_PATENTS	IH_BOARD_QF
IR_ASSOC	1,000													
IR_SITE_QUALITY	0,229 ***	1,000												
IR_FOREIGN_CAPITAL	0,155 ***	0,025	1,000											
IR_LOC_CAP	-0,002	0,091*	-0,030	1,000										
IR_SUBS	0,132**	-0,005	0,072	-0,051	1,000									
IR_UNIV	-0,049	0,126**	-0,093*	0,348***	0,063	1,000								
F_BV	0,279 ***	0,104*	0,113**	0,057	0,541 ***	0,075	1,000							
P_EVA	0,062	0,083	-0,004	0,020	-0,253 ***	0,134 **	-0,245 **	1,000						
IS_IC_KM	0,185 ***	0,074	-0,024	-0,160 ***	0,10*	0,066	0,094*	0,046	1,000					
IH_C_EMP	0,328 ***	0,131**	0,093*	-0,053	0,477 ***	0,114**	0,500 ***	0,064	0,201 ***	1,000				
IR_OWNERS DIRECTORS	0,115**	0,091*	0,022	-0,134**	0,159 ***	0,007	0,177 ***	0,083	-0,134 **	0,225 ***	1,000			
IS_AWARDS	0,237 ***	-0,021	0,072	-0,099*	0,048	-0,017	0,051	0,081	0,164 ***	0,109 **	0,119 **	1,000		
IS_PATENTS	0,080	0,033	0,044	0,043	0,104*	0,037	0,213 ***	0,246 ***	0,116**	0,342 ***	0,102*	0,083	1,000	
IH_BOARD_QF	-0,152 ***	0,023	-0,071	0,037	-0,215 ***	-0,032	-0,164 ***	0,025	-0,054	-0,166 ***	-0,063	0,056	-0,037	1,000

*– значим на 10%-ном уровне, ** –значим на 5%-ном уровне, *** –значим на 1%-ном уровне

Bykova Anna

Associate Professor School of Economics and Finance, HSE-Perm

Morkovkina E.

4-th year student Faculty of Economics, HSE-Perm

Abstract

The paper is devoted to investigation of relational capital's influence on a company's value. As relational capital is not just a framework of the company's external relations but also some conditions for continual knowledge flows circulation between this company and other external agents, its accumulation and implementation then this capital's impact may be regarded as indirect involving knowledge creation, transformation and exchange process.

However full mediation between relational capital, companies' capability to accumulate necessary information, external knowledge and then apply them in a proper way in their operating and companies' value was not revealed. Nevertheless the results of this analysis have proved that relational capital is able to become a driver of the company's value growth through using other benefits not referred to knowledge extraction, a decline in transaction costs, for example, even in absence of the company's orientation on knowledge management.

Moreover, the company's strong relations with external environment work as a catalyst, necessary condition for knowledge creation, internal accumulation and exchange process. The more durable and stronger relationship between agents – any firm and its partners, clients, investors, research institutions are, the greatest opportunities and potential for them to obtain something new and fresh like ideas, innovations, decisions and other which then can be applicable within their activities in order to win a competitive advantage are.

The area of implementation of the results reached does not limited by top-management decisions, their strategies aimed at the company's successful long-term development. Efficiency and rapidity of knowledge flows circulation inside any company depends not only on senior managers but also on middle and junior managers, other employees of this company.

Keywords: relational capital, company's value, comparative advantage, knowledge creation, accumulation and exchange process, knowledge flows, mediator.

JEL: C51, G32

References

1. Abramovsky L., Simpson H. Geographic proximity and firm-university innovation linkages: Evidence of Great Britain. *Journal of economic geography*, 2011, 11, pp. 949–977.
2. Ahangar R.G. The relationship between intellectual capital and financial performance: An empirical investigation in an Iranian company. *African journal of business management*, 2011, 5(1), pp. 88–95.
3. Amadou A. The effect of foreign capital on domestic investment in Togo. *International journal of economics and finance*, 2011, 3(5), pp. 223–226.
4. Andriessen D. Intellectual capital valuation and measurement. *Journal of intellectual capital*, 2004, 5(2), pp. 230–242.
5. Audretsch D.B. Agglomeration and the location of innovative activity. *Oxford review of economic policy*, 1998, 14(4), pp. 18–29.
6. Azim I.M. Corporate governance, mechanism and their impact on company performance: A structural equation model analysis. *Australian journal of management*, 2012, 37(3), pp. 481–504.
7. Bannany M.A. Study of determinants of intellectual capital performance in banks: the UK case. *Journal of intellectual capital*, 2008, 9(3), pp. 487–498.

8. Barney J.B. Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of management*, 1991, 17, pp. 99–120.
9. Bismuth A., Tojo Y. Creating value from intellectual assets. *Journal of intellectual capital*, 2008, 9(2), pp. 228–245.
10. Bontis N. Assessing knowledge assets: a review of the models used to measure intellectual capital. *International journal of management reviews*, 2001, 3(1), pp. 41–60.
11. Camison C., Villar-Lopez A. On how firms located in an industrial district profit from knowledge spillovers: adoption of an organic structure and innovation capabilities. *British journal of management*, 2012, 23, pp. 361–382.
12. Capello R., Faggian A. Collective learning and relational capital in local innovation processes. *Regional studies*, 2005, 39(1), pp. 75–87.
13. Carmeli A., Azeroual B. How relational capital and knowledge combination capability enhance the performance of work units in a high technology industry. *Strategic entrepreneurship journal*, 2009, 3, pp. 85–103.
14. Castro G.M., Saez P.L., Navas Lopez J.E. The role of corporate reputation in developing corporate reputation. *Journal of intellectual capital*, 2004, 5(4), pp. 575–585.
15. Chadwick C. Examining non-linear relationships between human resource practices and manufacturing performance. *ILR Review*, 2007, 4, pp. 499–521.
16. Chen R., Sharma S. Understanding user behavior at social networking sites: a relational capital perspective. *Journal of global information technology management*, 2012, 15(2), pp. 25–45.
17. Collins C., Smith K. Knowledge exchange and combination: the role of human practices in the performance of high technology firms. *Academy of management journal*, 2006, 49(3), pp. 544–560.
18. Goh C.P. Intellectual capital performance of commercial banks in Malaysia. *Journal of intellectual capital*, 2005, 6(3), pp. 385–396.
19. Guidelines for managing and reporting on intangibles (Intellectual capital report). Final report MERITUM project, 2001, pp. 72–99.
20. Hsu I.-C., Sabherwal R. Relationship between intellectual capital and knowledge management: an empirical investigation. *Decision sciences journal*, 2012, 43(3), pp. 489–524.
21. Johnson William H.A. An integrative taxonomy of intellectual capital: measuring the stock and flow of intellectual capital components in the firm. *Technology management*, 1999, 18, pp. 562–575.
22. Kale P., Singh H., Perlmutter H. Learning and protection of proprietary assets in strategic alliances: building relational capital. *Strategic management journal*, 2000, 21, pp. 217–237.
23. Kijek T., Kijek A. Relational capital and its impact on firm's performance: the case of Polish enterprises. *Economics and competition policy*, 2008, 4(11), pp. 78–84.
24. Kim Y.-G., Song S., Sumbamurthy V., Lee Y.-L. Entrepreneurship, knowledge integration capability, and firm performance: an empirical study. *InfSyst Front*, 2012, 14, pp. 1047–1060.
25. Lervik E. Relational capital: A study on its importance, quantification and its impact on business sectors and markets, 2006.
26. Liu X., Parker D., Vaidya K., Wei Y. The impact of foreign direct investment on labor productivity in the Chinese electronics industry. *International business review*, 2001, 10, pp. 421–439.
27. Longo M., Mura M. A methodology for measuring intellectual capital. A structural equations modeling approach, *Advances in measurement systems*. INTECH Publ., 2010, pp. 491–510.
28. Mu J., Peng G., Love E. Interfirm networks, social capital, and knowledge flow. *Journal of knowledge management*, 2008, 12(4), pp. 86–100.
29. Nahapiet J., Ghoshal S. Social capital, intellectual capital, and the organizational advantage. 1998, 23(2), pp. 243–266.
30. Pew Tan H., Plowman D., Hancock Ph. Intellectual capital and financial returns of companies. *Journal of intellectual capital*, 2007, 8(1), pp. 76–95.
31. Phusavat K., Comera N., Sitko-Lutek A., Ooi K.-B. Interrelationships between intellectual capital and performance: empirical examination. *Industrial management and data systems*, 2011, 111(6), pp. 810–829.

32. Roos G., Roos J. Measuring your company's intellectual performance. Long range planning, 1997, 3, pp. 413–426.
33. Saenz J. Human capital indicators, business performance and market-to-book ratio. Journal of intellectual capital, 2005, 6(3), pp. 374–384.
34. Schiuma G., Carlucci D. Exploring intellectual capital concept in strategic management research. Strategies for information technology and intellectual capital: challenges and opportunities, 2000, pp. 10–28.
35. Shiri M.M., Mousavi K., Soltan Ahmadi A.P. The effect of intellectual capital on market value added. Journal of basic and applied scientific research, 2012, 2(7), pp. 7214–7226.
36. Vasileiadou E.M., Missler-Ber M., Ullrich S. Relational capital management of new ventures through virtual embeddedness and social media. Proceedings of the European conference on intellectual capital. 2011, pp. 447–461.
37. Wellbourne T.M., Pardo-del-Val M. Relational Capital: Strategic Advantage for Small and Medium-Size Enterprises (SMEs) Through Negotiation and Collaboration. Springer Science, 2008, pp. 483 – 497.
38. Yang Ch., Chen T.-Y. Evaluating the efficiency of intellectual capital management for Taiwan IC design industry. African journal of business management, 2010, 4(15), pp. 3366–3373.

ВЛИЯНИЕ ПРОГНОЗОВ ФИНАНСОВЫХ РЕЗУЛЬТАТОВ ПУБЛИЧНОЙ КОМПАНИИ НА РЫНОЧНУЮ СТОИМОСТЬ И ВОЛАТИЛЬНОСТЬ ЕЕ АКЦИЙ НА РОССИЙСКОМ ФОНДОВОМ РЫНКЕ

Чиркова Е.В.¹, Суханова М.С.²

Большинство эмпирических западных работ подтверждает наличие влияния прогнозов относительно финансовых показателей компании на доходность и волатильность ее акций в краткосрочной перспективе, причем реакция на негативные новости сильнее. Прогнозы менеджмента в России обычно раскрываются в один день с объявлением финансовых результатов и в основном в конференц-звонках, что делает анализ краткосрочного влияния прогнозов менеджмента на котировки неосуществимым. В данной работе оценивалось влияние прогнозов менеджмента на долгосрочную доходность и волатильность акций, а также влияние на доходность выполнения/перевыполнения объявленных прогнозов. Оценка производилась на основе панельных данных за 2006–2011 годы по 27 российским металлургическим компаниям и производителям минеральных удобрений. Наше исследование показало отсутствие связи между фактами раскрытия информации эмитентами и невыполнения/перевыполнения корпоративных прогнозов и доходностью акций. В то же время было установлено, что акции эмитентов, раскрывающих прогнозы, гораздо волатильнее, чем акции нераскрывающих. Таким образом, увеличение прозрачности через раскрытие информации не ведет к повышенной доходности акций по сравнению с доходностью более информационно закрытых компаний, а лишь усиливает колебания цен акций, то есть увеличивает риск вложений в них. Это свидетельствует о том, что инвесторы не придают значения прогнозам российских компаний. К неточности прогнозов менеджмента может вести волатильность бизнес-среды, отсутствие регулирования сферы корпоративных прогнозов и заинтересованность руководства компаний в их завышении.

Ключевые слова: раскрытие, прогнозы прибыли, прекращение раскрытия, перевыполнение/невыполнение прогноза по прибыли, волатильность

JEL: G1

Влияние прогнозов финансовых результатов компании на динамику ее акций

Раскрытие прогнозов руководства относительно развития компании считается одним из инструментов управления стоимостью ее акций. В случае выполнения гипотезы об эффективности рынков в сильной форме, подразумевающей отсутствие у его участников инсайдерской информации, публикация прогнозов не должна влиять на динамику акций. На практике объем информации в распоряжении инвесторов намного меньше находящегося в распоряжении менеджмента. Как следствие, прогнозы руководства могут влиять на оценку компании рынком. Аналогично аналитики также могут обладать информацией, не доступной широкой публике, и своими прогнозами влиять на цену акций.

Регулирование и практика раскрытия прогнозов менеджмента и аналитиков в США и России

В США существует многолетняя (с начала 1980-х) история раскрытия прогнозов менеджмента. Компании обычно раскрывают прогнозы финансовых результатов, чаще всего чистой прибыли на акцию, поквартально. Раскрытие происходит в виде пресс-релиза, иногда с подробным обоснованием ожиданий. До 2000 года эмитенты могли в частном порядке раскрывать информацию отдельным аналитикам на свое усмотрение. В 2000 году Комиссией по ценным бумагам и биржам США (SEC) было введено правило, согласно которому все взаимодействие

1. Доцент кафедры экономики и финансов фирмы НИУ «Высшая школа экономики».

2. Выпускница магистерской программы «Стратегическое управление финансами фирмы» экономического факультета НИУ «Высшая школа экономики», аналитик инвестиционной компании «Тройка Диалог».

и обмен информацией между компанией и аналитиками должны происходить публично и компании, которые планируют поделиться какой-либо непубличной информацией, обязаны выпускать пресс-релизы, доступные всем участникам рынка. В 2002 году вследствие скандального краха компании Enron, представлявшей недостоверную финансовую отчетность, был принят закон Сарбейнза-Оксли, ужесточивший требования к ней и процессу ее подготовки. Считается, что в результате качество и информативность отчетности и уровень доверия к ней участников фондового рынка повысились, а объем эксклюзивной информации в распоряжении менеджмента сократился. С одной стороны, это должно снижать ценность корпоративных прогнозов для участников рынка. С другой, правило SEC, отменяющее постепенное раскрытие информации через непубличные каналы, должно усиливать реакцию рынка на ее обнаружение.

В начале 2000-х в развитых странах стал набирать популярность отказ от раскрытия прогнозов. От публикации квартальных прогнозов отказались такие крупные международные компании, как Coca-Cola, McDonalds, Progressive, Gillette, General Electric, Best Buy, Citigroup, Dell и Motorola. Согласно опросам, проведенным National Investor Relations Institute, доля компаний, раскрывающих прогнозы менеджмента, снизилась с 77% в 2003 году до 51% в 2007-м. Данная динамика противоречит ожидаемому эффекту от правила SEC 2000 года: замена частного раскрытия прогнозов на публичное должна была привести к увеличению доли компаний, делающих публичные раскрытия (Kross et al., 2011). Действительно, падение доли компаний, раскрывающих прогноз, оказалось временным: этот показатель вырос до 93% в 2009 году, а в 2010 хотя и снизился, но составил внушительные 90%.

В России не существует специального закона, регулирующего раскрытие эмитентом ценных бумаг своих прогнозов участникам финансового рынка. Закон «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком», принятый в 2010 году, касается в первую очередь более существенных для компании сведений. В отличие от США, в России не запрещена частная передача информации менеджментом компании участникам рынка, включая аналитиков. Компании не несут ответственности за реалистичность публикуемых прогнозов. Все это способствует снижению ценности корпоративных прогнозов для рынка, а значит, их влияние на динамику акций в России должно быть менее существенным, чем в США. Однако меньшая степень доверия участников рынка к финансовой отчетности компаний в России, возможно, приводит к тому, что инвесторы учитывают в своих оценках прогнозы аналитиков.

В России практика обнаружения прогнозов получила только в последние четыре–пять лет. Это связано с тем, что крупные российские компании начали активно размещать свои акции на зарубежных фондовых рынках, где это принято, только в начале 2000-х. На более или менее регулярной основе раскрытие делают только компании металлургического сектора. Лишь малая часть эмитентов выпускает специальные пресс-релизы, остальные раскрывают прогнозы в процессе конференц-звонков, посвященных обсуждению фактических финансовых результатов компании.

Обширное исследование (1379 событий) для ключевых российских эмитентов, капитализация которых составляет 89% от общей капитализации биржи ММВБ, на материале 2009–2012 годов выявило, что влияние прогнозов аналитиков на доходность акций в течение двух-трех дней после обнаружения прогноза, существует: избыточная доходность в первый день составляет 0,64% и минус 0,5%, а во второй – 0,4% и минус 0,26% при пересмотре рекомендаций в положительную и отрицательную стороны соответственно (Погожева, 2013). Мы же исследуем влияние прогнозов самого менеджмента.

Причины раскрытия эмитентами прогнозов будущих показателей

Раскрытие ожиданий относительно будущих показателей компании ее руководством имеет в том числе и юридическую подоплеку: эмитенты должны придерживаться правил инсайдерской торговли ценными бумагами, если их менеджмент в составе компенсационного пакета получает права на акции компании, например, в виде опционов, исполняемых в ближайшее

время (Noe, 1999), а также стараются избежать издержек, связанных с подачей судебных исков по поводу несвоевременного раскрытия результатов деятельности компании, что стимулирует как можно раньше обнародовать негативные новости (Skinner, 1997).

Другие причины связаны с возможным влиянием раскрытия информации на капитализацию компании и цену привлечения долгового финансирования. Например, стоимость компании во многом зависит от восприятия участниками рынка способностей ее руководства, а раскрытие информации является сигналом о том, что он обладает нужными квалификациями и контролирует ситуацию (Trueman, 1986). Основной механизм влияния раскрытия информации – через снижение информационной асимметрии между руководством компании и участниками рынка и премии за информационный риск (Merton, 1987; Grossman, Hart, 1980; Grossman 1981; Milgrom 1981). В рамках гипотезы о снижении информационной асимметрии утверждается, что равновесное состояние фондового рынка обычно характеризуется полным раскрытием информации. Однако не исключены ситуации, когда его достижение возможно и в случае, когда «хорошие» компании какую-либо информацию не раскрывают. Раскрывать меньше, не опасаясь негативной реакции рынка, компании могут в силу наличия издержек, связанных с дополнительным раскрытием информации – транзакционных и ущерба по отношению конкурентной позиции компании на рынке (Verrecchia, 1983) – и неинформированности инвесторов, которые могут не знать, имеется ли в распоряжении менеджмента та или иная информация, и не заметить, что какие-то данные не раскрыты (Dye, 1985). Предполагается, что решение о раскрытии информации принимается, если ожидаемые выгоды от обнародования прогнозов превышают связанные с ним ожидаемые издержки, которые могут заключаться в падении котировок или усилении волатильности цен акций. Ряд исследований ((Lang and Lanholt, 1993; Miller, 2002; Harper, 2003)), проведенных на выборках американских компаний за период 1980–1990-х годов, подтвердил, что раскрывают корпоративные прогнозы участникам рынка именно компании со стабильно высокими финансовыми результатами. Также получены эмпирические подтверждения тому, что раскрытие информации зависит от информированности инвесторов: компании с большим покрытием аналитическими агентствами и инвестиционными банками раскрывают больше (Jambalvo et al., 2002).

Непостоянность внешних условий заставляет менеджмент раскрывать меньше информации вне зависимости от фундаментальных характеристик компании, так как чем более она волатильна, тем сложнее делать прогнозы и достигать поставленные задачи (Dye, 1985; Jung, Kwon 1988). Таким образом, решение о раскрытии прогнозов зависит не только от внутренних факторов самой компании, но и от внешней среды.

Влияние прогнозов компаний на доходность и волатильность их акций

Большинство эмпирических работ подтверждает наличие влияния прогнозов относительно финансовых показателей компании на доходность ее акций в краткосрочной перспективе. Результаты ранних исследований, анализировавших раскрытие американскими компаниями только позитивных прогнозов, свидетельствуют о наличии положительной реакции рынка на их объявление (Patell, 1976; Penman 1980; Lev, Penman, 1990). Однако эта реакция незначительна, так как инвесторы понимают, что менеджмент может быть склонен публиковать оптимистичные прогнозы для повышения курсовой стоимости акций, от которого часто зависит его вознаграждение (Verrecchia, 1983) и сохранение им позиций (Warner et al., 1988). Менеджмент может быть заинтересован в росте курсовой стоимости, если он планирует использовать акции компании для сделок типа слияний и поглощений, для защиты от недружественного поглощения и т.п., что тоже порождает скептицизм по отношению к надежности публикуемых позитивных прогнозов.

По мнению Даниэля Канемана и Амоса Тверски (Kahneman, Tversky, 1979), рынок должен сильнее и быстрее реагировать на негативный пересмотр прогнозов, поскольку у инвесторов в среднем отсутствует склонность к риску: страх потери сильнее желания получить выигрыш. Эту идею развили авторы работы (Barberis, Schleifer, Vishny, 1998), предложив модель поведения консервативного инвестора, который незамедлительно реагирует на изменения ожида-

ний в отрицательную сторону, продавая акции по низкой цене, но склонен более скептически относиться к позитивным пересмотрам прогнозов.

Как показано в исследовании (Hutton et al., 2003), на развитых рынках публикация позитивных прогнозов сопровождается дополнительным обоснованием и расчетами, в то время как ожидания ухудшения финансовых результатов публикуются без дополнительной аргументации: первые требуют в глазах инвесторов логического и фактического подтверждения, вторые – нет. Реализацию позитивных ожиданий менеджмент склонен обосновывать своими достижениями, а негативные тренды обычно объясняет ситуацией на рынке. Реакция рынка во многом зависит от формы, в которой прогнозы публикуются: рынок значимо позитивно реагирует на позитивные предсказания, когда эти прогнозы подробно обоснованы в дополнении к отчетности (в этом случае избыточная доходность (abnormal return) составляет в среднем 3,8%), в то время как негативная реакция на предсказания плохих новостей имеет место независимо от формы раскрытия (исследование проводилось для выборки прогнозов за 1993–1997 годы).

Авторы исследования (Chen et al., 2011) анализируют динамику цен акций 96 американских компаний, отказавшихся от раскрытия квартальных прогнозов в 2000–2006 годах, и весомость аргументов против их обнародования: рост волатильности и создание стимулов для инвесторов концентрировать внимание на краткосрочных (квартальных) результатах. Таким образом, в работе оценивается влияние на доходность политики компании в сфере раскрытия ожиданий в целом. Авторы находят, что реакция рынка по отношению к акциям компаний, публично отказавшихся от обнародования прогнозов, является негативной: в краткосрочной перспективе с момента объявления об изменении политики (3 дня) избыточная доходность составляет в среднем –4,8%, а на полугодовом интервале – –3%. Это говорит о том, что основным мотивом отказа от раскрытия является отнюдь не долгосрочный фокус и привлечение в капитал инвесторов с долгосрочным горизонтом, а ожидания плохих финансовых результатов. Отказ от раскрытия является сигналом удручающей динамики цен акций в будущем.

Эмпирические работы, исследующие влияние раскрытия прогнозов менеджмента на волатильность акций, в основном фокусируются на краткосрочной перспективе. Исследования, выявившие избыточную положительную доходность при раскрытии оптимистичных прогнозов, косвенно подтверждают увеличение краткосрочной волатильности и показывают, что целесообразно разделять влияние на волатильность обнародования оптимистичных и пессимистичных прогнозов. Существование такого различия может быть объяснено, во-первых, эффектом рычага (плохие новости снижают цену акций, что увеличивает финансовый рычаг компании и приводит к росту неопределенности, которая в свою очередь вызывает снижение цен акций), во-вторых, обратным влиянием волатильности (volatility feedback): негативный ценовой шок повышает волатильность цены акций, а значит, требуемую доходность, усиливая тем самым реакцию рынка на негативные новости (Christie, 1982; French et al., 1987; Campbell, Hentschel, 1992).

Другим объяснением различий в масштабе реакции рынка может служить тот факт, что менеджмент обычно как можно дольше скрывает негативные новости в расчете на то, что они будут «перебиты» позитивными, особенно в случаях, когда репутационные риски раскрытия выше, менеджмент владеет большей долей акций или информационная асимметрия сильнее, что приводит к сильной одноразовой реакции, в то время как позитивные новости раскрываются постепенно, без задержек (Kothari et al., 2009).

Авторы исследования (Rogers et al., 2009) для периода с 1996 по 2006 год подтверждают, что обнародование негативных прогнозов в краткосрочной перспективе приводит к повышению волатильности акций компании и эффект сильнее, если компания раскрывает новость не на рутинной основе (в регулярном квартальном пресс-релизе, например), а неожиданно (выпускает дополнительный пресс-релиз, устраивает специальный конференц-звонок). В случае раскрытия позитивных прогнозов волатильность, наоборот, немного снижается. Последний вывод противоречит результатам предшествующих исследований (Patell, 1976; Penman, 1980;

Lev, Penman, 1990), но в них анализировался период времени, когда раскрытие прогнозов менеджмента было относительно редким, что усиливало ценность дополнительной информации, содержащейся в прогнозах, а в более позднее время для многих компаний обнародование корпоративных прогнозов превратилось в привычную практику, что, возможно, и привело к уменьшению реакции рынка на положительные новости. Рогерс и соавторы (Rogers et al., 2009) также проанализировали влияние публикации прогнозов на волатильность в долгосрочной перспективе и ее изменений не обнаружили.

Возможные причины занижения прогнозов компаниями и восприятие рынком компаний, систематически их занижающих

Если политика компании предполагает раскрытие корпоративных прогнозов, у менеджмента могут быть дополнительные стимулы для манипулирования ими и в сторону занижения. В исследовании (Skinner, Sloan, 2002), проведенном на выборке компаний США за 1984–1996 годы, показано, что невыполнение прогнозов приводит к снижению цены акций в краткосрочной перспективе, причем этот эффект сильнее для растущих компаний. Рынок позитивно воспринимает компании, фактические результаты которых продолжительное время превосходят обнародованные прогнозы. Авторы работы (Bartov et al., 2002) на выборке за период 1983–1997 годов показали, что акции американских компаний, постоянно перевыполняющих раскрытые прогнозы, торгуются с премией. В работе (Kasznik, McNichols, 2002) было установлено, что рынок, при прочих равных, выше оценивает рыночную стоимость компаний, фактические результаты которых превосходили прогноз три года подряд. В случае если компания не выполняет опубликованный прогноз, в день обнародования фактических результатов отрицательная избыточная доходность тем выше, чем длиннее был предшествовавший период выполнения прогнозов. Возможно, инвесторы склонны приписывать однократное невыполнение прогнозов после череды выполнения ухудшению фундаментальных характеристик компании. Авторы статьи (Matsunaga, Park, 2001) выяснили, что невыполнение компанией публичного прогноза негативно влияет на размер годовых бонусов менеджмента даже при условии хороших финансовых результатов.

В результате, как показано в работе (Brown, Caylor, 2005), руководство компаний США с середины 1990-х больше пугает невыполнение опубликованного прогноза, чем снижение фактических показателей и даже убытки. Авторы (Kross et al., 2011) на выборке американских компаний за 1993–2008 годы выявили, что компании, фактические результаты которых превышали корпоративный прогноз в течение длительного периода времени, склонны обнародовать более пессимистичные ожидания. После законодательных изменений 2000 года такие компании стали чаще публично раскрывать прогнозы участникам рынка и их прогнозы стали еще более заниженными, возможно, поскольку публичное раскрытие стало единственным рычагом для манипуляции ожиданиями. Однако эти манипуляции не привели к снижению прогнозов аналитиков по таким компаниям, что может свидетельствовать о понимании ими мотивации менеджмента.

Методология исследования и описание выборки

В данной статье анализируется влияние прогнозов менеджмента динамику акций российских эмитентов. Прогнозы менеджмента в России обычно раскрываются в один день с объявлением финансовых результатов и в основном в конференц-звонках, которые менеджмент устраивает для обсуждения опубликованных несколькими часами ранее результатов. Это делает анализ краткосрочного влияния прогнозов менеджмента на котировки практически неосуществимым. Поэтому в данной работе будет оценено влияние прогнозов менеджмента на долгосрочную доходность и волатильность акций, а также влияние на доходность выполнения/перевыполнения объявленных прогнозов.

Описание выборки

Для анализа влияния прогнозов на динамику акций были выбраны 27 российских компаний, из них 22 металлургические, 5 – производители минеральных удобрений. Объединение этих отраслей в одну группу объясняется похожей структурой затрат, одинаково высокой долей

экспорта в выручке и сходной динамикой цен на конечную продукцию, определяющейся макроэкономическими факторами. Все это, включая страновую принадлежность, заставляет инвесторов приписывать компаниям рассматриваемых отраслей сходные риски.

Критерием отбора компаний в выборку также выступало ограничение по капитализации (больше 50 млн долл.). В итоге капитализация компаний варьируется от 60 млн до 30 млрд долл., при этом средняя по выборке составляет 4,1 млрд. Средние активы рассматриваемых компаний составляют 6,6 млрд долл. при совокупных средних обязательствах в 3,2 млрд. Многие из выбранных компаний котируются не только в России, но и за рубежом (в основном в Лондоне, некоторые в Нью-Йорке и Гонконге). Для анализа динамики их акций мы использовали тот вид ценной бумаги (акция, ADR, GDR), по которой средний оборот выше, а основной биржей для эмитента считали ту, на которой обращается эта ценная бумага. Подробное описание выборки приведено в Приложении 1.

Из 27 анализируемых компаний раскрывают корпоративные прогнозы участникам рынка 16 (см. приложение 2). При этом средняя капитализация раскрывающих в шесть раз больше аналогичного показателя не раскрывающих (6 млрд долл. против 1 млрд).

Источником информации по финансовым показателям компаний является база Bloomberg, информации по корпоративным прогнозам – пресс-релизы компаний и транскрипты конференц-звонков по итогам финансовых результатов.

Оценка влияния прогнозов менеджмента на долгосрочную доходность акций компании

Влияние прогнозов результатов компании ее руководством на долгосрочную доходность ее акций оценено с помощью регрессионной модели панельных данных за 2006–2011 годы, где в качестве зависимой переменной выступает годовая избыточная доходность по акциям компании, оцениваемая по формуле:

$$u_{it} = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i R_{mt}), \quad (1)$$

где:

u_{it} – отклонение натурального логарифма фактической доходности акций компании i от расчетной (бенчмаркинговой) в году t ;

R_{mt} – натуральный логарифм доходности рыночного портфеля (индекса РТС) в период $(t - 1; t)$;

R_{it} – натуральный логарифм фактической доходности акций компании i в году t , который, в свою очередь, рассчитывается по формуле:

$$R_{it} = \ln((P_{it} + D_{it})/P_{i,t-1}), \quad (2)$$

где:

P_{it} – цена закрытия акции компании i в конце года t ;

$P_{i,t-1}$ – цена закрытия акции компании i в конце года $t - 1$;

D_{it} – дивиденд, выплаченный на одну акцию компании i в году t .

Коэффициент β в формуле (1) для каждой компании будет найден по формуле:

$$B = \text{cov}(r_i, r_m) / \text{var}(r_m), \quad (3)$$

где:

r_i – дневная доходность акций по акциям компании i ;

r_m – дневная доходность индекса РТС¹.

Оценка производилась за 2006–2011 годы.

Для проверки гипотезы о значимости прогнозов менеджмента для динамики акций компании

1. Использование локального индекса в качестве бенчмарка объясняется тем, что, по нашему мнению, страновые риски в глазах инвесторов для компаний выборки до сих пор играют решающую роль

все эмитенты выборки были разделены на две группы – раскрывающие и не раскрывающие корпоративные прогнозы (см. приложение 2). Затем в панельную регрессионную модель были добавлены фиктивные переменные, отражающие принадлежность компании к той или иной группе. В итоге была построена регрессионная модель панельных данных с уравнением следующего вида:

$$U = a*Sales + b*EBITDA + c*Net_income + d*ROI + e*ROA + f*ROE + g*Guidance + Constant, \quad (4)$$

где:

U – годовая избыточная доходность по акциям компании;

Sales – годовой долларовой темп роста продаж;

EBITDA – годовой долларовой темп роста EBITDA;

Net_income – годовой долларовой темп роста чистой прибыли;

ROI – годовая рентабельность инвестиций;

ROA – годовая рентабельность совокупных активов;

ROE – годовая рентабельность собственного балансового собственного капитала;

Guidance – фиктивная переменная, равная 1 для компании *i* в году *t*, если компания *i* раскрывала прогнозы в году *t*, иначе – нулю.

В модели проверяется гипотеза о значимости коэффициента при фиктивной переменной (*g*), который призван выявить влияние политики раскрытия. Кроме фиктивной переменной в модель был добавлен ряд переменных, отражающих фактические результаты деятельности компании (рост выручки, рост EBITDA, рост чистой прибыли, ROI, ROA, ROE), однако они с высокой вероятностью коррелируют. Поэтому на первом этапе оценивания модели был проведен выбор наиболее значимого фактора. Для этого была построена сквозная регрессия, включающая фиктивную переменную и один из фундаментальных факторов, и рассчитан скорректированный коэффициент детерминации. В итоговую модель был добавлен тот фактор, с включением которого в модель этот показатель выше.

На втором этапе была выбрана наиболее подходящая для анализируемых панельных данных регрессионная модель: со случайными эффектами, с фиксированными или сквозная. Для этих целей были проведены тесты Вальда (сравнивает сквозную регрессию с моделью с фиксированными эффектами), Бройша–Пагана (сквозная регрессия против модели со случайными эффектами) и, при необходимости, тест Хаусмана (модель со случайными эффектами против модели с фиксированными эффектами).

На третьем этапе была оценена регрессионная модель панельных данных в выбранной форме и сделаны выводы о значимости раскрытия корпоративных прогнозов для долгосрочной доходности акций компании. Отбор факторов, которые вошли в итоговую модель, проводился по *p*-значению.

Оценка восприятия рынком компаний, перевыполняющих прогнозы

Поскольку история наблюдений еще слишком коротка, чтобы делить компании на группы в зависимости от выполнения, невыполнения и перевыполнения прогнозов менеджмента, будет оценено влияние на доходность выполнения/невыполнения каждого прогноза в отдельности. При этом использовались годовые прогнозы финансовых показателей компании и добычи сырья за 2006–2011 годы, поскольку поквартальные прогнозы имеются в наличии только по малому количеству компаний и за небольшой период времени. Методология исследования та же, что и для оценки влияния прогнозов менеджмента и аналитиков.

Первоначальная регрессионная модель имеет вид:

$$U = a*Sales + b*EBITDA + c*Net_income + d*ROI + e*ROA + f*ROE + g*MB + h*MBI + Constant \quad (5)$$

где:

MB – фиктивная переменная, равная 1, если компания i выполнила или перевыполнила корпоративный прогноз в году t ;

$MB1$ – в году $t - 1$.

В модели проверяется гипотеза о наличии влияния на среднегодовую доходность выполнения или перевыполнения компанией текущего корпоративного прогноза и прошлых достижений по выполнению ожиданий менеджмента (значимость коэффициентов g и h при фиктивных переменных MB и $MB1$ соответственно).

*Оценка влияния прогнозов компании
 на волатильность в долгосрочной перспективе*

Для выявления долгосрочного аспекта влияния прогнозов менеджмента на динамику акций был использован статистический анализ коэффициентов β модели CAPM. По каждой компании оценивается параметр β на временном промежутке с 2009 по 2011 год (2008 год исключен, поскольку повышенная волатильность в этом году из-за более высокой волатильности рынка в целом может дать ложное представление об уровне риска компаний выборки). Оценка β для каждой компании i сначала находится по формуле (3), а затем она очищается от влияния финансового рычага по формуле Хамады:

$$\beta_u = \beta_L / (1 + (1 - T)\phi) \quad (6)$$

где:

β_u – β , скорректированная на финансовый рычаг;

β_L – β , полученная по формуле (3);

T – ставка налога на прибыль;

ϕ – финансовый рычаг компании, равный отношению долга к собственному капиталу.

Затем были получены оценки долгосрочной волатильности по двум парам компаний (раскрывающие vs нераскрывающие и с большим покрытием vs небольшим покрытием). Раскрытие прогнозов и покрытие аналитиками влияют на долгосрочную волатильность, если между двумя группами существует статистически значимая разница в β . Поскольку компании в совокупной выборке принадлежат одной группе отраслей, наличие статистически значимой разницы в величине этого параметра между компаниями двух групп будет свидетельствовать в пользу значимости обнародования прогнозов компании для динамики ее акций. Для проверки этого тезиса используется t -критерий. Нулевая гипотеза заключается в отсутствии статистически значимой разницы в средних двух групп, а значит, в отсутствии влияния прогнозов менеджмента и числа аналитиков на волатильность акций.

**Результаты анализа влияния прогнозов менеджмента
 на доходность и волатильность акций**

*Результаты оценки влияния прогнозов менеджмента
 на долгосрочную доходность акций компании*

Исходя из скорректированного коэффициента детерминации в финальную модель из фундаментальных факторов мы включили рост продаж. Для данной модели значение F-статистики в тесте Вальда равно 0,89, что соответствует вероятности в 59,6%, а значит, на любом приемлемом уровне доверия гипотеза о равенстве эффектов нулю принимается, что говорит о превосходстве сквозной регрессионной модели над моделью с фиксированными эффектами для данной выборки. Нулевой гипотезой для теста Бройша–Пагана является отсутствие случайных эффектов в модели. В данном тесте p -уровень составляет 57%, что свидетельствует об их отсутствии в модели и говорит в пользу сквозной регрессии. Таким образом, сквозная регрессия лучше подходит для данной выборки, чем с фиксированными или случайными эффектами. Результаты оценивания сквозной модели после исключения незначимых фундаментальных факторов см. в Приложении 3.

Скорректированный R^2 уравнения составил 0,51, что говорит о высокой объясняющей силе модели. Однако фактор раскрытия прогнозов эмитентом оказался незначимым на 5%-ном уровне доверия, что соответствует результатам других исследований по развивающимся рынкам. Это свидетельствует о том, что инвесторы не придают значения прогнозам российских компаний. К неточности прогнозов менеджмента может вести волатильность бизнес-среды, отсутствие регулирования сферы корпоративных прогнозов и заинтересованность руководства компаний в их завышении.

Результаты оценки восприятия рынком компаний, выполняющих/перевыполняющих корпоративные прогнозы

При оценке влияния выполнения/перевыполнения корпоративных прогнозов на долгосрочную доходность компании в финальную модель снова вошел рост выручки. Оценки сквозной регрессии оказались качественнее оценок модели с фиксированными эффектами. Тест Вальда показал, что гипотеза о нулевых фиксированных эффектах принимается на 1%-ном уровне доверия (p -значение равно 0,92). Сквозная регрессия также оказалась более подходящей для построения оценок по сравнению с моделью со случайными эффектами, поскольку p -значение в тесте Бройша–Пагана составило 0,21. Таким образом, для оценки была выбрана сквозная регрессионная модель. Результаты оценки сквозной регрессии приведены в приложении 3.

Скорректированный R^2 составил 0,22. Показатель «рост продаж» оказался значим на 5%-ном уровне доверия, а фактор выполнения текущих прогнозов незначимым. Этот результат противоречит выводам, полученным по развитым рынкам, однако он подтверждает предположение о том, что на российском рынке инвесторы в целом не принимают во внимание корпоративные прогнозы – как по причине наличия у менеджмента мотивов манипулирования прогнозами, так и из-за влияния на точность прогнозов внешних для компании факторов.

Результаты оценки влияния прогнозов компании на волатильность в долгосрочной перспективе

Для компаний, раскрывающих прогнозы, значения параметра β варьируют от 0,4 до 1,33 при среднем значении 1,02, для нераскрывающих – от 0,05 до 1,15 при среднем значении в 0,4. Более подробные результаты представлены в приложении 4. Полученная оценка t -статистики 16,67 свидетельствует о статистически значимой разнице средних между подвыборками, то есть о наличии устойчивого различия в волатильности у компаний первой и второй групп: колебания цены акций раскрывающих прогнозы гораздо выше. Тест подтвердил значимость различия в долгосрочной волатильности между раскрывающими и не раскрывающими прогнозы компаниями.

Заключение

На основе панельных данных за 2006–2011 годы по российским металлургическим компаниям и производителям минеральных удобрений нами был проведен анализ влияния на долгосрочную доходность и волатильность их акций прогнозов их менеджмента и проверена связь между доходностью акций и выполнением/перевыполнением корпоративных прогнозов. Исследование показало отсутствие связи между фактом раскрытия информации эмитентами, а также фактом недовыполнения/перевыполнения корпоративных прогнозов и динамикой котировок акций. В то же время акции эмитентов, раскрывающих прогнозы, гораздо волатильнее, чем акции нераскрывающих. Таким образом, спецификой российского рынка является то, что формальное увеличение прозрачности через раскрытие информации не ведет к повышенной доходности акций по сравнению с доходностью более информационно закрытых компаний, а лишь усиливает колебания цен акций, то есть увеличивает риск вложений в них, как он понимается в модели CAPM.

Характеристики выборки металлургических компаний
и производителей минеральных удобрений

Название компании	Политика в раскрытии прогнозов	Сектор	Рыночная капитализация, \$ млн	Выручка	ЕВПДА	Чистая прибыль
Highland Gold Mining	Раскрывают	Добыча драгоценных металлов	327	244	120	122
IRC	Раскрывают	Добыча железной руды и угля	368	26	(39)	(82)
КТК	Раскрывают	Добыча железной руды и угля	452	466	72	27
Акрон	Раскрывают	Химическая промышленность	1,669	1,522	339	182
Евраз	Раскрывают	Сталелитейный сектор	4,270	13,394	2,203	486
Мечел	Раскрывают	Сталелитейный сектор	2,427	9,746	2,060	657
Новолипецкий металлургический комбинат	Раскрывают	Сталелитейный сектор	9,805	8,258	2,296	1,241
Норильский никель	Раскрывают	Цветная металлургия	30,443	12,658	7,302	3,268
Петропавловск	Раскрывают	Добыча драгоценных металлов	740	612	198	20
Полиметалл	Раскрывают	Добыча драгоценных металлов	3,069	925	406	239
Полос Золото	Раскрывают	Добыча драгоценных металлов	7,577	1,749	715	332
Распадская	Раскрывают	Добыча железной руды и угля	1,719	706	342	245
Русал	Раскрывают	Цветная металлургия	2,158	10,979	1,235	2,867
Северсталь	Раскрывают	Сталелитейный сектор	11,276	12,819	2,990	(575)
Уралкалий	Раскрывают	Химическая промышленность	21,248	1,700	801	549
Фосагро	Раскрывают	Химическая промышленность	3,305	2,535	674	348
Ашинский металлургический завод	Не раскрывают	Сталелитейный сектор	98	454	39	33
Выксунский металлургический завод	Не раскрывают	Трубопрокатная промышленность	2,143	3,419	845	640
Дорогобуж	Не раскрывают	Химическая промышленность	332	364	97	77
Коршунковский ГОК	Не раскрывают	Добыча железной руды и угля	400	298	147	106
Кузбассразрезуголь	Не раскрывают	Добыча железной руды и угля	58	1,672	557	245
Магнитогорский металлургический комбинат	Не раскрывают	Сталелитейный сектор	3,597	7,633	1,420	251
Нижнекамскнефтехим	Не раскрывают	Химическая промышленность	1,422	3,180	531	279
Трубная металлургическая компания	Не раскрывают	Трубопрокатная промышленность	2,583	5,579	900	104
Челябинский металлургический комбинат	Не раскрывают	Сталелитейный сектор	221	3,125	199	(16)
Челябинский трубопрокатный завод	Не раскрывают	Трубопрокатная промышленность	589	2,813	550	157
Челябинский цинковый завод	Не раскрывают	Цветная металлургия	137	385	91	46

Источник: Bloomberg

Приложение 2

Группировка компаний по принципу раскрытия прогнозов менеджмента
(на конец 2011 года)

Название компании	Политика в раскрытии прогнозов	Сектор	Рыночная капитализация, \$ млн	Выручка	ЕВПДА	Чистая прибыль
Highland Gold Mining	Раскрывают	Добыча драгоценных металлов	327	244	120	122
IRC	Раскрывают	Добыча железной руды и угля	368	26	(39)	(82)
КТК	Раскрывают	Добыча железной руды и угля	452	466	72	27
Акрон	Раскрывают	Химическая промышленность	1,669	1,522	339	182
Евраз	Раскрывают	Сталелитейный сектор	4,270	13,394	2,203	486
Мечел	Раскрывают	Сталелитейный сектор	2,427	9,746	2,060	657
Новолипецкий металлургический комбинат	Раскрывают	Сталелитейный сектор	9,805	8,258	2,296	1,241
Норильский никель	Раскрывают	Цветная металлургия	30,443	12,658	7,302	3,268
Петропавловск	Раскрывают	Добыча драгоценных металлов	740	612	198	20
Полиметалл	Раскрывают	Добыча драгоценных металлов	3,069	925	406	239
Полос Золото	Раскрывают	Добыча драгоценных металлов	7,577	1,749	715	332
Распадская	Раскрывают	Добыча железной руды и угля	1,719	706	342	245
Русал	Раскрывают	Цветная металлургия	2,158	10,979	1,235	2,867
Северсталь	Раскрывают	Сталелитейный сектор	11,276	12,819	2,990	(575)
Уралкалий	Раскрывают	Химическая промышленность	21,248	1,700	801	549
Фосагро	Раскрывают	Химическая промышленность	3,305	2,535	674	348
Ашинский металлургический завод	Не раскрывают	Сталелитейный сектор	98	454	39	33
Выксунский металлургический завод	Не раскрывают	Трубопрокатная промышленность	2,143	3,419	845	640
Дорогобуж	Не раскрывают	Химическая промышленность	332	364	97	77
Коршунковский ГОК	Не раскрывают	Добыча железной руды и угля	400	298	147	106
Кузбассразрезуголь	Не раскрывают	Добыча железной руды и угля	58	1,672	557	245
Магнитогорский металлургический комбинат	Не раскрывают	Сталелитейный сектор	3,597	7,633	1,420	251
Нижнекамскнефтехим	Не раскрывают	Химическая промышленность	1,422	3,180	531	279
Трубная металлургическая компания	Не раскрывают	Трубопрокатная промышленность	2,583	5,579	900	104
Челябинский металлургический комбинат	Не раскрывают	Сталелитейный сектор	221	3,125	199	(16)
Челябинский трубопрокатный завод	Не раскрывают	Трубопрокатная промышленность	589	2,813	550	157
Челябинский цинковый завод	Не раскрывают	Цветная металлургия	137	385	91	46

Цены от 18 мая 2012, финансовые показатели за 2010

Источники: Bloomberg, Компании

Результаты оценивания сквозной регрессионной модели влияния прогнозов менеджмента на долгосрочную доходность акций

Source	SS	df	MS			
Model	48.3136174	2	24.1568087	Number of obs =	79	
Residual	44.5156174	76	.585731808	F(2, 76) =	41.24	
				Prob > F =	0.0000	
				R-squared =	0.5205	
				Adj R-squared =	0.5078	
				Root MSE =	.76533	
Total	92.8292348	78	1.19011839			

uit	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
guidance	-.3108247	.1741818	-1.78	0.078	-.6577378	.0360885
sales	1.831878	.2019766	9.07	0.000	1.429607	2.23415
_cons	-.0847161	.1226799	-0.69	0.492	-.3290544	.1596221

Результаты оценивания сквозной регрессионной модели оценки восприятия рынком компаний, выполняющих и перевыполняющих корпоративные прогнозы

Source	SS	df	MS			
Model	19.4117067	3	6.47056891	Number of obs =	52	
Residual	52.9060325	48	1.10220901	F(3, 48) =	5.87	
				Prob > F =	0.0017	
				R-squared =	0.2684	
				Adj R-squared =	0.2227	
				Root MSE =	1.0499	
Total	72.3177392	51	1.41799489			

uit	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
sales	1.263269	.3117887	4.05	0.000	.6363761	1.890163
mb	-.1393209	.3592345	-0.39	0.700	-.8616102	.5829684
mb_1	.5109919	.3270201	1.56	0.125	-.146526	1.16851
_cons	-.6864714	.4324947	-1.59	0.119	-1.55606	.1831175

Коэффициенты β для компаний, раскрывающих и не раскрывающих прогнозы менеджмента

Название компании	β
Компании, раскрывающие прогнозы	
Новолипецкий металлургический комбинат	1.33
Норильский никель	1.33
Мечел	1.20
Уралкалий	1.15
Северсталь	1.06
Highland Gold Mining	1.01
Петропавловск	0.99
Евраз	0.94
Распадская	0.76
Акрон	0.39
Средняя β по группе	1.02
Компании, не раскрывающие прогнозы	
Магнитогорский металлургический комбинат	1.15
Челябинский металлургический комбинат	0.57
Трубная металлургическая компания	0.50
Ашинский металлургический завод	0.50
Челябинский цинковый завод	0.48
Нижнекамскнефтехим	0.30
Выксунский металлургический завод	0.26
Коршуновский ГОК	0.25
Кузбассразрезуголь	0.23
Челябинский металлургический комбинат	0.16
Челябинский трубопрокатный завод	0.05
Средняя β по группе	0.40

Список литературы

1. Погожева А.А. Использование событийного анализа для оценки информационной значимости рекомендаций аналитиков по российским эмитентам // Корпоративные финансы. 2013. № 2(26). С. 32–45.
2. Barberis, N., Shleifer, A., Vishny, R. (1998), A model of investor sentiment, *Journal of Financial Economics*, 6(49) (1998) 307–343.
3. Bartov, E., Givoly, D., Hayn, C. (2002), The rewards to meeting or beating earnings expectations, *Journal of Accounting and Economics*, 2(33) (2002) 173–204.
4. Bercel, A. (1994), Consensus expectations and international equity returns, *Financial Analysts Journal*, 4(50) (1994) 76–80.
5. Brown, L., Caylor, M. (2005), A temporal analysis of quarterly earnings thresholds: propensities and valuation consequences, *The Accounting Review*, 2(80) (2005) 423–440.
6. Campbell, J.Y., Hentschel, L. (1992), No news is good news: an asymmetric model of changing stock volatility in stock returns, *Journal of Financial Economics*, 3(31) (1992) 281–318.
7. Chen, S., Matsumoto, D., Rajgopal, S. (2011), Is silence golden? An empirical analysis of firms that stop giving quarterly earnings guidance, *Journal of Accounting and Economics*, 1–2(51) (2011) 134–150.
8. Christie, A.A. (1982), The stochastic behavior of common stock variances: value, leverage, and interest rate effects, *Journal of Financial Economics*, 4(10) (1982) 407–432.
9. Dye, R. (1985), Disclosure of nonproprietary information, *Journal of Accounting Research*, 1(23) (1985) 123–145.
10. Grossman, S. (1984), The informational role of warranties and private disclosure about product quality, *Journal of Law and Economics*, 3(24) (1984) 461–483.
11. Grossman, S., Hart, O. (1980), Disclosure laws and takeover bids, *Journal of Finance*, 2(53) (1980) 323–334.
12. French, K.R., Schwert, G.W., Stambaugh, R.F. (1987), Expected stock returns and volatility, *Journal of Financial Economics*, 1(19) (1987) 3–29.
13. Harper, H. (2003), Don't give up guidance, *Strategic Investor Relations*, Spring (2003) 41–47.
14. Hawkins, E.H., Chamberlin, S.C., Danial, W.E. (1984), Earnings expectations and security prices, *Financial Analysts Journal*, 1(40) (1984) 24–39.
15. Hutton, A.P., Miller, G., Skinner, D. (2003), The role of supplementary statements with management earnings forecasts, *Journal of Accounting Research*, 5(41) (2003) 867–890.
16. Jiambalvo, J., Rajgopal, S. Venkatachalam, M. (2002), Institutional ownership and extent to which stock prices reflect future earnings, *Contemporary Accounting Research*. 1(19) (2002) 117–145.
17. Jung, B., Shane, P.B., Yang, Y.S. (2012), Do financial analysts' long-term growth forecasts matter? Evidence from stock recommendations and career outcomes, *Journal of Accounting and Economics*, 1(53) (2012) 55–65.
18. Jung, W., Kwon, Y. (1988), Disclosure when the market is unsure of information endowment of managers, *Journal of Accounting Research*, 1(26) (1988) 146–153.
19. Kahneman, D., Tversky, A. (1979), Prospect theory: An analysis of decision under risk, *Econometrica*, 2(47) (1979) 263–292.
20. Kasznik, R., McNichols, M. (2002), Does meeting earnings expectations matter? Evidence from analyst forecast revisions and share prices, *Journal of Accounting Research*, 3(40) (2002) 727–759.
21. Kothari, S.P., Shu, S., Wysocki, P.D. (2009), Do managers withhold bad news?, *Journal of Accounting Research*, 1(47) (2009) 241–276.
22. Kross, W.J., Ro, B.T., Suk, I. (2011), Consistency in meeting or beating earnings expectations and management earnings forecast, *Journal of Accounting and Economics*, 1(51) (2011) 37–57.
23. Lang, M., Lundholm, R. (1993), Cross-sectional determinants of analysts' ratings of corporate disclosures, *Journal of Accounting Research*, 2(31) (1993) 246–271.
24. Lev, B., Penman, S. (1990), Voluntary forecast disclosure, nondisclosure, and stock prices, *Journal of Accounting Research*, 1(28) (1990) 49–76.

25. Matsunaga, S., Park, C. (2001), The effect of missing quarterly earnings benchmark on the CEO's annual bonus, *The Accounting Review*, 3(76) (2001) 313–332.
26. Merton, R.C. (1987), A simple model of capital market equilibrium with incomplete information, *Journal of Finance*, 3(42) (1987) 483–510.
27. Milgrom, P.R. (1981), Good news and bad news: representation theorems and application, *Bell Journal of Economics*, 2(12) (1981) 380–391.
28. Miller, G.S. (2002), Earnings performance and discretionary disclosure, *Journal of Accounting Research*, 1(40) (2002) 173–204.
29. Noe, C. (1999). Voluntary disclosures and insider transactions, *Journal of Accounting and Economics*, 5(27) (1999) 305–327.
30. Patell, J. (1976), Corporate forecasts of earnings per share and stock price behavior: empirical test, *Journal of Accounting Research*, 2(14) (1976) 246–276.
31. Penman, S. (1980), An empirical investigation of the voluntary disclosure of corporate earnings forecasts, *Journal of Accounting Research*, 1(18) (1980) 132–160.
32. Rogers, J.L., Skinner, D.J., Van Buskirk, A. (2009), Earnings guidance and market uncertainty, *Journal of Accounting and Economics*, 1(48) (2009) 90–109.
33. Skinner, D. (1997), Earnings disclosures and stockholder lawsuits, *Journal of Accounting and Economics*, 3(23) (1997) 249–282.
34. Skinner, D., Sloan, R. (2002), Earnings surprises, growth expectations, and stock returns: don't let an earnings torpedo sink your portfolio, *Review of Accounting Studies*, 2–3(7) (2002) 289–312.
35. Trueman, B. (1986). Why do managers voluntarily release earnings forecasts, *Journal of Accounting and Economics*, 1(8) (1986) 83–96.
36. Verrecchia, R. (1983), Discretionary disclosure, *Journal of Accounting & Economics*, 1(20) (1983) 179–194.
37. Warner, J., Watts, R., Wruck, K. (1988), Stock prices and top management changes, *Journal of Financial Economics*, 1(20) (1988) 461–492.

IMPACT OF THE EARNINGS' GUIDANCE PROVIDED BY PUBLIC COMPANIES ON THEIR MARKET CAPITALIZATION AND SHARE PRICE VOLATILITY IN THE RUSSIAN STOCK MARKET

Chirkova Elena,

Associate Professor Faculty of Economics , HSE

Sukhanova M.

*Graduate of the master's program «Strategic Corporate Finance»
 Faculty of Economics HSE Analyst Investment Company "Troika Dialog".*

Abstract

Most foreign studies find that the forecasts of financial performance of the company by its management have effect on return on its shares and their volatility, and that market reaction on the negative news is stronger. In Russia, management forecasts are typically publicized in the course of the conference calls made in the same days when the financial results are published. This practice makes the analysis of the short-term influence of the management forecasts on shares quotes impossible. This paper analyses the impact of corporate earnings guidance on the long-term return on shares and share price volatility as well as the impact of earnings surprises on the long-term shares' return. The estimate was made based on the panel data for a sample of 27 Russian public metal mining companies and fertilizers' producers for the period of 3a 2006–2011. Our study reveals no link between earnings guidance and return on shares as well as between earnings surprises and return on shares. At the same times share prices of companies which provide earnings guidance are more volatile than those which do not. Thus, an increase in transparency does not result in increased return on shares as compared to less transparent companies, but it increases share price volatility and risk associated with investments in such shares. This effect may mean that investors do not take into account the management forecasts of the Russian public companies. Those forecasts may be too inaccurate due to high volatility of business environment, absence of regulation of corporate forecasts' disclosure and managers's interest in overstating the forecasts.

Key words: disclosure, earnings guidance, stop guidance, earnings surprises, volatility

JEL: G1

References

1. Barberis N., Shleifer A., Vishny R. A model of investor sentiment. *Journal of Financial Economics*, 1998, 6(49), pp. 307–343.
2. Bartov E., Givoly D., Hayn C. The rewards to meeting or beating earnings expectations. *Journal of Accounting and Economics*, 2002, 2(33), pp. 173–204.
3. Bercel A. Consensus expectations and international equity returns. *Financial Analysts Journal*, 1994, 4(50), pp. 76–80.
4. Brown L., Caylor M. A temporal analysis of quarterly earnings thresholds: propensities and valuation consequences. *The Accounting Review*, 2005, 2(80), pp. 423–440.
5. Campbell J.Y., Hentschel L. No news is good news: an asymmetric model of changing stock volatility in stock returns. *Journal of Financial Economics*, 1992, 3(31), pp. 281–318.
6. Chen S., Matsumoto D., Rajgopal S. Is silence golden? An empirical analysis of firms that stop giving quarterly earnings guidance. *Journal of Accounting and Economics*, 2011, 1–2(51), pp. 134–150.
7. Christie A.A. The stochastic behavior of common stock variances: value, leverage, and interest rate effects. *Journal of Financial Economics*, 1982, 4(10), pp. 407–432.

8. Dye R. Disclosure of nonproprietary information. *Journal of Accounting Research*, 1985, 1(23), pp. 123–145.
9. French K.R., Schwert G.W., Stambaugh R.F. Expected stock returns and volatility. *Journal of Financial Economics*, 1987, 1(19), pp. 3–29.
10. Grossman S. The informational role of warranties and private disclosure about product quality. *Journal of Law and Economics*, 1984, 3(24), pp. 461–483.
11. Grossman S., Hart O. Disclosure laws and takeover bids. *Journal of Finance*, 1980, 2(53), pp. 323–334.
12. Harper H. Don't give up guidance. *Strategic Investor Relations*, Spring 2003, pp. 41–47.
13. Hawkins E.H., Chamberlin S.C., Danial W.E. Earnings expectations and security prices. *Financial Analysts Journal*, 1984, 1(40), pp. 24–39.
14. Hutton A.P., Miller G., Skinner D. The role of supplementary statements with management earnings forecasts. *Journal of Accounting Research*, 2003, 5(41), pp. 867–890.
15. Jiambalvo J., Rajgopal S. Venkatachalam M. Institutional ownership and extent to which stock prices reflect future earnings. *Contemporary Accounting Research*, 2002, 1(19), pp. 117–145.
16. Jung B., Shane P.B., Yang Y.S. Do financial analysts' long-term growth forecasts matter? Evidence from stock recommendations and career outcomes. *Journal of Accounting and Economics*, 2012, 1(53), pp. 55–65.
17. Jung W., Kwon Y. Disclosure when the market is unsure of information endowment of managers. *Journal of Accounting Research*, 1988, 1(26), pp. 146–153.
18. Kahneman D., Tversky A. Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica*, 1979, 2(47), pp. 263–292.
19. Kasznik R., McNichols M. Does meeting earnings expectations matter? Evidence from analyst forecast revisions and share prices. *Journal of Accounting Research*, 2002, 3(40), pp. 727–759.
20. Kothari S.P., Shu S., Wysocki P.D. Do managers withhold bad news? *Journal of Accounting Research*, 2009, 1(47), pp. 241–276.
21. Kross W.J., Ro B.T., Suk I. Consistency in meeting or beating earnings expectations and management earnings forecast. *Journal of Accounting and Economics*, 2011, 1(51), pp. 37–57.
22. Lang M., Lundholm R. Cross-sectional determinants of analysts' ratings of corporate disclosures. *Journal of Accounting Research*, 1993, 2(31), pp. 246–271.
23. Lev B., Penman S. Voluntary forecast disclosure, nondisclosure, and stock prices. *Journal of Accounting Research*, 1990, 1(28), pp. 49–76.
24. Matsunaga S., Park C. The effect of missing quarterly earnings benchmark on the CEO's annual bonus. *The Accounting Review*, 2001, 3(76), pp. 313–332.
25. Merton R.C. A simple model of capital market equilibrium with incomplete information. *Journal of Finance*, 1987, 3(42), pp. 483–510.
26. Milgrom P.R. Good news and bad news: representation theorems and application. *Bell Journal of Economics*, 1981, 2(12), pp. 380–391.
27. Miller G.S. Earnings performance and discretionary disclosure. *Journal of Accounting Research*, 2002, 1(40), pp. 173–204.
28. Noe C. Voluntary disclosures and insider transactions. *Journal of Accounting and Economics*, 1999, 5(27), pp. 305–327.
29. Patell J. Corporate forecasts of earnings per share and stock price behavior: empirical test. *Journal of Accounting Research*, 1976, 2(14), pp. 246–276.
30. Penman S. An empirical investigation of the voluntary disclosure of corporate earnings forecasts. *Journal of Accounting Research*, 1980, 1(18), pp. 132–160.
31. Pogozheva A.A. Ispol'zovanie sobytiinogo analiza dlia otsenki informatsionnoi znachimosti rekomendatsii analitikov po rossiiskim emitentam [Use of event analysis for assessment of information significance of analysts' recommendations with regards to Russian emittents] *Korporativnye finansy [Corporate Finance]*, 2013, № 2(26), pp. 32–45.

32. Rogers J.L., Skinner D.J., Van Buskirk A. Earnings guidance and market uncertainty. *Journal of Accounting and Economics*, 2009, 1(48), pp. 90-109.
33. Skinner D. Earnings disclosures and stockholder lawsuits. *Journal of Accounting and Economics*, 1997, 3(23), pp. 249–282.
34. Skinner D., Sloan R. Earnings surprises, growth expectations, and stock returns: don't let an earnings torpedo sink your portfolio. *Review of Accounting Studies*, 2002, 2–3(7), pp. 289–312.
35. Trueman B. Why do managers voluntarily release earnings forecasts. *Journal of Accounting and Economics*, 1986, 1(8), pp. 83–96.
36. Verrecchia R. Discretionary disclosure *Journal of Accounting & Economics*, 1983, 1(20), pp. 179–194.
37. Warner J., Watts R., Wruck K. Stock prices and top management changes. *Journal of Financial Economics*, 1988, 1(20), pp. 461–492.

ВЛИЯНИЕ СДЕЛОК СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ В ФИНАНСОВОМ СЕКТОРЕ НА СТОИМОСТЬ КОМПАНИЙ-ПОКУПАТЕЛЕЙ НА РАЗВИВАЮЩИХСЯ РЫНКАХ КАПИТАЛА¹

Григорьева С.А.², Гринченко А.Ю.³

Исследование эффективности сделок слияний и поглощений в финансовом секторе остается одной из актуальных тем в академических работах последних лет. В отличие от существующих исследований, изучающих в основном эффекты от сделок на развитых рынках капитала, мы представляем результаты оценки влияния слияний и поглощений на стоимость компаний-покупателей с быстрорастущих рынков BRICS. Исследование построено на наиболее позднем временном периоде, 2000–2012 гг., и изучает влияние кризиса 2008–2009 гг. на эффективность сделок. Основываясь на выборке, включающей 264 сделки M&A в финансовом секторе, мы доказываем, что слияния и поглощения создают стоимость для акционеров компаний-покупателей. Основными детерминантами эффективности совершенных сделок являются: способ оплаты, относительный размер сделки, наличие нематериальных активов у компании-покупателя, имеющийся опыт в проведении слияний и поглощений, а также разница в развитии стран-участниц сделок.

Ключевые слова: слияния и поглощения, финансовый сектор, накопленная избыточная доходность, развивающиеся рынки капитала

JEL: G14, G21, G34

исследование эффективности сделок по передаче корпоративного контроля остается одной из центральных тем в академических работах последних лет. Оценка эффектов от сделок M&A и выявление факторов, влияющих на их эффективность, необходимы для повышения качества финансового обоснования стратегий слияний и поглощений и роста стоимости компаний в результате M&A. Значительная часть существующих исследований посвящена изучению влияния сделок на стоимость компаний в финансовом секторе. Глобализация рынков капитала, развитие технологий, дерегулирование банковской деятельности, рост конкуренции, усиление контроля над кредитными организациями и создание единого финансового рынка в Европейском союзе способствуют консолидации банковского рынка, росту количества и объемов сделок слияний и поглощений и созданию международных финансовых компаний как на развитых, так и на развивающихся рынках капитала. Доля развивающихся стран в общем объеме финансовых сделок M&A неуклонно растет – доля только стран BRICS с 2001 г. по 2012 г. возросла с 1% до 11%, достигнув пика в 13% в 2009 году. Доля стран BRICS в общем количестве осуществляемых в мире финансовых сделок M&A с 2007 г. стабильно составляет от 8% до 10% (Приложение 1). Наибольшую активность в финансовом секторе проявляет Китай, количество сделок которого с 2000 г. возросло в 100 раз. Максимальный объем сделок составил, более 43 млрд долл. США в 2011 г.

Рост активности на рынке M&A в финансовом секторе в последние десятилетия способствует увеличению количества исследований, изучающих эффективность данных сделок и факторов, определяющих успешность слияний и поглощений. В отличие от существующих академических работ, изучающих в основном эффекты от сделок на данных компаний США и Европейского союза, мы представляем результаты оценки влияния слияний и поглощений на стоимость компаний-покупателей с быстрорастущих рынков BRICS. Исследование построено на наиболее позднем временном периоде, 2000–2012 гг., изучает влияние кризиса 2008–2009 гг., а также выявляет детерминанты эффективности сделок.

Статья структурирована следующим образом. В первую очередь мы приводим анализ результатов существующих исследований, изучающих влияние слияний и поглощений в финансо-

1. Исследование осуществлено в рамках Программы фундаментальных исследований НИУ ВШЭ в 2013 г.

2. Исследование осуществлено в рамках Программы фундаментальных исследований НИУ ВШЭ в 2013 г.

3. Канд. эконом. наук, доцент, департамент финансов, НИУ ВШЭ.

вом секторе на стоимость компаний на развитых и развивающихся рынках капитала. Далее мы формулируем гипотезы для тестирования на развивающихся рынках BRICS, представляем описание модели исследования и критериев формирования выборки. В конце приводим основные результаты и обсуждаем возможные направления для дальнейших исследований.

Влияние сделок M&A на стоимость компаний финансового сектора

Одним из наиболее часто используемых методов в академических работах, изучающих эффективность сделок слияний и поглощений в финансовом секторе, является метод событий, или метод накопленной избыточной доходности (event study) (Dolley, 1933). Он основывается на том, что цена акций представляет собой дисконтированную величину будущих денежных потоков для собственника, а также на предпосылке о том, что рынок эффективно реагирует на новую информацию о компании (гипотеза эффективности рынков, Fama, 1969). Поэтому реакция рынка на объявления о слияниях и поглощениях, выражающаяся в изменении накопленной доходности акций компании за определенный период, будет являться индикатором успешности совершенной сделки M&A.

Авторы зарубежных исследований, изучающие эффективность слияний и поглощений в финансовом секторе, сходятся во мнении относительно того, что акционеры компаний-целей практически всегда выигрывают в результате сделок (DeLong, 2001; Beitel et al., 2004; Kirchhoff, 2006; Asimakopoulou, Athanasoglou, 2013 и др.), в то время как акционеры компаний-покупателей, как правило, не получают значимых выгод от слияний и поглощений. Лишь приблизительно в четверти исследований за последние двадцать лет (Kirchhoff, 2006) доказывается положительное влияние сделок M&A в банковском секторе на стоимость компаний (Brewer et al., 2000; Becher, 1999; Cybo-Ottone, Murgia, 2000; Liargovas, Repousis, 2011; Kiyamaz, College, 2013). В остальных случаях исследователи либо приходят к противоречивым результатам, либо констатируют разрушение стоимости для компаний-покупателей в результате слияний и поглощений (Houston, Ryngaert, 1994; Toyne, Tripp, 1998; Schmutzter, 2006; DeLong, 2001; Cornett et al., 2003; Liao, Williams, 2008; Asimakopoulou, Athanasoglou, 2013). Выводы относительно международных сделок, осуществляемых компаниями из США или европейских стран, разнятся: если эффективность европейской географической экспансии в целом доказывается, то сделки, инициируемые компаниями из США, в большинстве случаев оказываются неэффективными. Результаты наиболее поздних и значимых исследований влияния сделок M&A на стоимость компаний на краткосрочном временном горизонте мы суммировали в Приложении 2. Как видно из данного приложения, в основном исследования направлены на изучение эффективности сделок компаний, функционирующих на развитых рынках капитала. Анализ влияния слияний и поглощений на стоимость компаний с развивающихся рынков представлен в академических работах мало. Исследования сосредоточены на компаниях Латинской Америки, Центральной и Восточной Европы и Азии. Изучение последствий сделок M&A в развивающихся странах началось в последние несколько лет, и какие-то общие тенденции в работах пока выделить сложно.

В работе Ляо и Уильямс (Liao, Williams, 2008) на выборке 74 международных сделок в банковской отрасли, в результате которых компаниями из развитых стран Северной Америки, Азии и Европы приобретались компании из Латинской Америки, Центральной, Восточной Европы и Азии, в период с 1998 по 2005 г., показано, как и в большинстве исследований, что значения накопленной избыточной доходности для компаний-целей превышают значения для компаний-покупателей. Авторы выявили, что акционеры компаний-целей из Латинской Америки получают более высокие выгоды от сделок, нежели акционеры из других регионов. Акционеры же компаний-покупателей, напротив, проигрывают в данных сделках. Значения накопленной избыточной доходности являются значимо отрицательными в пределах всех рассматриваемых в статье окон событий. При покупке компаний из Центральной, Восточной Европы и Азии совокупная доходность акционеров является положительной и статистически значимой. Также в исследовании проанализировано, каким образом размер приобретаемого

пакета, тип приобретения и страна компании-покупателя влияют на значения доходностей для акционеров.

Результаты, полученные Ляо и Уильямс, частично подтверждает, работа Годдарда и др. (Goddard et al., 2012). Изучая выборку, включающую 132 сделки M&A с участием компаний из семи развивающихся азиатских стран и пяти стран Латинской Америки, совершенные в период с 1998 по 2009 г., авторы доказали эффективность межбанковских сделок для компаний-целей. Значения накопленной избыточной доходности для компаний-покупателей оказались положительными, но статистически незначимыми. Также в работе показано, что опыт, имеющийся в проведении сделок, снижает эффективность будущих слияний и поглощений. Акционеры компаний-покупателей в большей степени выигрывают при приобретении целей с низким значением относительной доходности собственного капитала (Relative Return on Equity, ROE) и низким относительным показателем операционных расходов к доходам банка до сделки (Relative cost-to-income ratio, CIR), а также от слияний и поглощений с участием государства и сделок, оплаченных акциями.

Создание стоимости для акционеров компаний-покупателей доказывается в работе Ма и др. (Ma et al., 2012). Анализируя 84 сделки M&A в 10 развивающихся азиатских странах в период с 1998 по 2008 г., авторы констатировали положительную реакцию фондового рынка на объявления о слияниях и поглощениях, причем рынок одинаково реагировал на сделки фокусирования и диверсификации.

Исследований, рассматривающих эффективность сделок слияний и поглощений, осуществляемых российскими финансовыми компаниями, найдено не было. Однако есть несколько работ, посвященных нефинансовым компаниям (Чиркова, Чувствина, 2011; Партин, 2012; Григорьева, 2011; Григорьева, Троицкий, 2012). В большинстве исследований авторы доказывали, что сделки M&A не разрушают стоимость компаний-покупателей.

Низкая проработанность вопроса оценки эффективности сделок M&A в финансовом секторе на развивающихся рынках капитала вызывает необходимость дальнейшего изучения влияния слияний и поглощений на стоимость компаний, а также выявления факторов создания и разрушения стоимости.

В качестве факторов, влияющих на эффективность сделок слияний и поглощений в финансовом секторе, в научной литературе чаще всего выделяют: способ оплаты, дружелюбность сделок, инициирование слияний и поглощений государством, имеющийся опыт проведения сделок у компании-покупателя, размер компании-покупателя, отношение доходностей собственного капитала или активов компаний-участников сделки, отношение показателя операционных расходов и доходов банков, ликвидность финансовых компаний, финансовый рычаг, направленность сделки (международная или локальная), тип сделки (диверсификация или фокусирование), качество корпоративного управления, уровень развития страны компании-цели, культурные различия и другие (Campbell et al., 2001; DeLong, 2001; Cornett et al., 2003; Beitel et al., 2004; Schmutzner, 2006; Fritsch et al., 2007; Liao, Williams, 2008; Panagiotis Liargovas, 2011; Ma et al., 2012; Goddar, 2012; Beltratti, Paladino, 2013; Panayiotis, Athanasoglou, 2013). Анализ результатов данных исследований позволяет заключить, что наиболее эффективную сделку может осуществить небольшая компания-покупатель с более высоким качеством корпоративного управления по сравнению с компанией-целью. Сделка должна быть оплачена наличными и быть для компании-покупателя первой, осуществляемой ею за историю существования, а стратегией сделки должна быть экспансия в менее развитую страну.

Влияние сделок слияний и поглощений в финансовом секторе на стоимость компаний-покупателей стран BRICS

Гипотезы исследования

Основываясь на результатах, полученных исследователями о влиянии слияний и поглощений на стоимость компаний на развитых и развивающихся рынках капитала, обнаруженных зависимостях между эффективностью сделок и различными фактора-

ми, а также доступностью информации о сделках M&A на развивающихся рынках капитала, мы считаем целесообразным тестирование следующих 13 гипотез применительно к компаниям стран BRICS, инициировавшим сделки M&A в период с 2000 по 2012 гг.

Гипотеза 1. Сделки слияний и поглощений, инициированные компаниями из стран BRICS, ведут к созданию стоимости компаний-покупателей: $CAR^{BZ} > 0$, $CAR^{RU} > 0$, $CAR^{IN} > 0$, $CAR^{CH} > 0$, $CAR^{SA} > 0$.

Гипотеза 2. Сделки слияний и поглощений, инициированные компаниями из стран группы BRICS, ведут к созданию стоимости компаний-покупателей: $CAR^{BRICS} > 0$.

Согласно утверждению Кханна, Палепу (Khanna, Palepu, 1997; Khanna, Palepu, 2000), выгоды от интеграции могут быть выше на развивающихся рынках капитала в силу менее развитой институциональной среды. В данных условиях функции различных институтов развитого рынка могут частично брать на себя крупные интегрированные компании, формируя тем самым дополнительные источники создания стоимости. Принимая во внимание данное утверждение, а также то, что в существующих работах, изучающих эффективность сделок M&A в финансовом и нефинансовом секторах на развивающихся рынках капитала, исследователи в основном не обнаруживали разрушение стоимости для компаний-покупателей, мы предполагаем, что объединение компаний в финансовом секторе на развивающихся рынках BRICS будет способствовать созданию стоимости для акционеров.

Гипотеза 3. Стратегия международного расширения компаний за счет осуществления сделок M&A ведет к созданию стоимости компаний-покупателей из финансового сектора стран группы BRICS и является более выгодной, чем расширение на внутреннем рынке: $CAR^{crossborder} > 0$, $CAR^{crossborder} > CAR^{local} > 0$.

Данная гипотеза строится на предположении о том, что, выйдя на международный рынок, компания получает возможность перенять опыт конкурентов, возможно, получить доступ к специфическим технологиям, бренду или укрепившейся клиентской базе (Boot, 2003).

Гипотеза 4. Стратегия диверсификации компаний за счет осуществления сделок M&A ведет к созданию стоимости компаний-покупателей из финансового сектора стран группы BRICS и является более выгодной, чем стратегия фокусирования: $CAR^{not-same-industry} > 0$, $CAR^{not-same-industry} > CAR^{same-industry} > 0$.

На развивающихся рынках капитала расширение компании в ту же или смежные финансовые отрасли может не давать ей возможности увеличить долю рынка, так как он достаточно ограничен и, например, клиентская база не растет за счет сделки. При этом создание конгломератов (финансово-промышленных групп, ФПГ) дает возможность компании конкурировать не только на внутреннем, но и на внешнем рынке.

Гипотеза 5. Размер компании-покупателя отрицательно влияет на значения накопленной избыточной доходности для сделок M&A, инициированных компаниями из стран группы BRICS.

Согласно теории экономии на масштабе предполагается, что менее крупная компания-покупатель должна больше выигрывать от осуществления сделки, чем более крупная компания (Schmautzer, 2006). Кроме того, чем меньше компания-покупатель и чем меньше компания-цель, тем проще компании-покупателю интегрировать ее в свою деятельность (Liao, Williams, 2008). Кэмпбелл и др. (Campbell et al., 2001) показали отрицательную связь между размером компании-покупателя и эффективностью сделки, при этом данная связь сохраняется при выделении публичных и частных компаний-целей в отдельные подвыборки.

В рассмотренных исследованиях в качестве прокси для показателя «размер компании» используется натуральный логарифм активов компании-покупателя.

Гипотеза 6. Оплата сделки денежными средствами положительно влияет на значения накопленной избыточной доходности компаний-покупателей из стран группы BRICS.

Одной из наиболее распространенных детерминант в изучении эффективности сделок слияний и поглощений, в том числе в финансовом секторе, является способ оплаты сделки.

Следуя теории асимметрии информации (Myers, Majluf, 1984), согласно которой менеджеры компании-покупателя предпочитают оплату наличными в случае, если полагают, что акции компании недооценены и финансирование сделки с помощью дополнительной эмиссии акций в случае переоценки акций рынком, мы полагаем, что оплата слияний и поглощений денежными средствами будет положительно влиять на значения накопленной избыточной доходности для сделок M&A, инициированных компаниями из стран BRICS (Amihud et al., 1990; DeLong, 2001).

В рассмотренных исследованиях данный фактор измеряется с помощью бинарной переменной, которая эквивалентна 1, если оплата производится наличными, и 0 – если акциями.

Гипотеза 7. Размер сделки положительно влияет на значения накопленной избыточной доходности компаний-покупателей из стран группы BRICS.

В академической литературе существуют различные мнения относительно направления влияния размера сделки на значения накопленной избыточной доходности. Мы предполагаем, что крупная сделка дает компании-покупателю возможности для значительного расширения собственной деятельности, и реализации экономии на масштабе.

В качестве прокси-переменной для указанного фактора ряд исследователей используют отношение размера сделки к рыночной капитализации компании-покупателя (Kaplan, Weisbach, 1992).

Гипотеза 8. Высокая операционная эффективность компании-покупателя положительно влияет на значения накопленной избыточной доходности для сделок M&A, инициированных компаниями из стран группы BRICS.

Для оценки операционной эффективности финансовых компаний в работах авторами используется отношение доходности активов (ROA) или собственного капитала (ROE) компаний –участников сделки, а также отношение операционных расходов к доходам банка (CIR) (Goddard et al., 2012; Panagiotis Liargovas, 2011).

Гипотеза 9. Наличие у компании-покупателя каких-либо неизмеримых (нематериальных) активов положительно влияет на значения накопленной избыточной доходности для сделок M&A, инициированных компаниями из стран группы BRICS.

Существование в компании значительных нематериальных активов дает ей возможность «распространить» эти активы на покупаемую компанию. Например, качественная клиентская база компании-покупателя при осуществлении сделки объединяется и «распространяется» на компанию-цель, таким образом давая возможность компании-покупателю получить дополнительные выгоды. Особенно этот эффект должен быть замечен при осуществлении международных сделок.

В рассматриваемых исследованиях по финансовому сектору подобный показатель не встречался, однако в исследованиях нефинансовых компаний прокси-переменной для подобного эффекта является показатель Q Тобина (Stewart, 1997).

Гипотеза 10. Наличие у компании-покупателя опыта в проведении сделок слияний и поглощений положительно влияет на значения накопленной избыточной доходности для сделок M&A, инициированных компаниями из стран группы BRICS.

Предполагается, что при осуществлении нескольких сделок M&A подряд компания-покупатель приобретает необходимый опыт, который дает ей возможность «верно» выбирать компанию-цель и условия сделки.

Для тестирования данной гипотезы в работе вводится бинарная переменная, принимающая значение 1, если компания до текущей сделки принимала участие в других слияниях или поглощениях, и 0 – если это ее первая сделка.

Гипотеза 11. Высокий уровень развития страны, в которой функционирует компания-покупатель, положительно влияет на значения накопленной избыточной доходности для сделок M&A, инициированных компаниями из стран группы BRICS.

Текущая экономическая ситуация в стране, в особенности для развивающихся стран, в значительной мере влияет на деятельность компаний, как финансовых, так и нефинансовых.

В предыдущих исследованиях в качестве прокси для тестирования подобной гипотезы выступал показатель ВВП и ВВП на душу населения – как в абсолютном выражении, так и рост указанных показателей (Goddard et al., 2012).

Гипотеза 12. Большой уровень развития страны компании-покупателя относительно страны компании-цели положительно влияет на значения накопленной избыточной доходности для сделок M&A, инициированных компаниями из стран группы BRICS.

Предполагается, что в случае, если компания-покупатель выходит на менее развитый, по сравнению со своим, рынок, у нее появляются возможности для большего роста.

В рассмотренных исследованиях прокси-переменной для данного показателя являлся либо факт покупки компанией с развитого рынка компании с развитого или же развивающегося рынка (присвоение странам компаний-целей характеристики «развитая» или «развивающаяся»). Альтернативной прокси-переменной является рост ВВП страны компании-цели и отношение ВВП на душу населения стран – участниц сделки (Kiyamaz, College, 2013).

Гипотеза 13. Мировой финансовый кризис отрицательно влияет на значения накопленной избыточной доходности компаний-покупателей из стран группы BRICS.

Для оценки данного эффекта используется бинарная переменная, принимающая значения 1, если сделки была объявлена в период кризиса (середина 2008 – середина 2009 гг.), и 0 – в остальных случаях.

Модель исследования и описание переменных

На первом этапе для тестирования гипотез 1–4 будет использована модель, основанная на методе накопленной избыточной доходности. Для выявления детерминант эффективности сделок M&A, инициированных компаниями из стран BRICS, и тестирования гипотез 5–13 на втором этапе исследования будет построена многофакторная регрессионная модель.

Для изучения реакции фондового рынка на объявления о слияниях и поглощениях необходимым и важным является выбор длины окна события (event window) и оценочного периода (estimation period), а также способа вычисления нормальной доходности акций. В качестве периода наблюдения нами было выбрано окно события длиной в 41 день (-20... 20), которое далее варьировалось в сторону уменьшения. Длина оценочного периода составила 150 торговых дней до начала окна наблюдения события.

Наиболее распространенным методом расчета нормальной доходности является рыночная модель (McKinlay, 1997):

$$R_{jt} = \alpha_j + \beta_j R_{mt} + \varepsilon_{jt} \quad (1)$$

где:

R_{jt} – рыночная доходность в оценочный период (estimation period);

β_j – измеряет чувствительность акций компании j к средней рыночной доходности;

α_j – измеряет доходность за период, не объясненную рынком;

ε_{jt} – статистическая ошибка; $E(\varepsilon_{jt}) = 0$, $\text{var}(\varepsilon_{jt}) = \sigma^2$.

Для построения рыночной модели необходимы ежедневные котировки акций. Фондовые рынки растущих стран значительно уступают в ликвидности развитым. Поэтому часто возникает ситуация, когда торги по определенной акции не проводятся, что приводит к проблеме в оценке параметров стандартной рыночной модели. Существует несколько способов решения проблемы пропущенных данных, преимущества и недостатки которых подробно обсуждаются во многих работах (Maynes, Rumsey, 1993; Bartholdy et al., 2007).

В данном исследовании будет применена техника метода trade-to-trade, которая теоретически позволяет построить оценки избыточной доходности, а также тестовые статистики, которые были бы несмещенными и достаточно эффективными (Maynes, Rumsey, 1993).

Согласно данному методу, для всех пропущенных данных рассчитывается доходность между торговыми днями (trade-to trade), для которых имеется информация, то есть:

$$R_t = h \left(\frac{P_t}{P_{t-n}} \right) = h \left(\frac{P_t}{\hat{P}_{t-1}} \times \frac{\hat{P}_{t-1}}{\hat{P}_{t-2}} \times \dots \times \frac{\hat{P}_{t-(n-1)}}{P_{t-n}} \right), \quad (2)$$

где:

$P_t; P_{t-1}$ – цены закрытия акций компании в момент времени t и $t-n$;

P_s – ненаблюдаемые цены закрытия в момент s , когда торги по акции отсутствовали.

На втором шаге таким же образом корректируется доходность рыночного индекса для сопоставимости данных.

Далее на основе полученного ряда оценивается модель вида:

$$R_t = \sum_{s=t-(n-1)}^t r_s = \sum (\alpha + \beta r_m + \varepsilon_s) = n\alpha + \beta \sum_{s=t-(n-1)}^t r_m + \sum_{s=t-(n-1)}^t \varepsilon_s = n\alpha + \beta R_m + \sum_{s=t-(n-1)}^t \varepsilon_s \quad (3)$$

где:

r_s – это ненаблюдаемая доходность в день s ,

n – количество дней между торгами.

Так как $\sum_{s=t-(n-1)}^t \varepsilon_s$ зависит от числа дней в периоде (n), это приводит к тому, то при оценке модели мы сталкиваемся с проблемой гетероскедастичности. Это приводит к неэффективности оценок и ненадежности тестовых статистик вследствие смещенности дисперсий. Для того чтобы избежать этого, можно воспользоваться взвешенным методом наименьших квадратов. То есть оценивается модель вида:

$$\frac{1}{\sqrt{n}} R_t = \sqrt{n}\alpha + \beta \frac{1}{\sqrt{n}} R_m + \frac{1}{\sqrt{n}} \sum_{s=t-(n-1)}^t \varepsilon_s \quad (4)$$

В итоге мы получаем эффективную оценку параметров $\hat{\alpha}$ и $\hat{\beta}$. С учетом корректировок избыточная доходность равна:

$$AR_t = \frac{1}{\sqrt{n}} = R_t - \sqrt{n}\hat{\alpha} + \frac{1}{\sqrt{n}} \hat{\beta} R_{mt} \quad (5)$$

Стоит отметить, что здесь t – это номер торгового дня с полной информацией о цене. В случае, когда $n = 1$, trade-to-trade совпадает с ежедневной доходностью.

Безусловно, этот способ не позволяет полностью учесть колебания цен, так как игнорирует данные в сами пропущенные дни. Однако Мейнс и Рамси (Maynes, Rumsey, 1993) показали, что метод trade-to-trade дает лучший результат по сравнению с другими способами решения проблемы пропущенных данных.

Итогом метода событий является расчет накопленной избыточной доходности (cumulative abnormal returns, CAR):

$$CAR = \sum_{t=-m}^m AR_t, \quad (6)$$

где m – количество дней до и после события в пределах окна события (event window).

Статистическая значимость значений CAR проверяется в работе при помощи *t*-теста (McKinlay, 1997) и непараметрического теста рангов (Rank-test) (Maynes, Rumsey, 1993).

На втором этапе исследования, для выявления факторов, влияющих на значения CAR, была построена модель следующего вида:

$$CAR_i = \alpha_i + \beta_1(LNTA) + \beta_2(PAY) + \beta_3(DEAL\ SIZE) + \beta_4(ROA) + \beta_5(QTobin) + \beta_6(EXP) + \beta_7(GDP) + \beta_8(diffGDPacq / tar) + \beta_9(CRISIS) + \varepsilon_i \quad (7)$$

Обозначения объясняющих переменных и способ их расчета представлены в Приложении 3. Данная модель была проверена на наличие мультиколлинеарности с помощью VIF и гетероскедастичности с помощью тестов Уайта и Глейзера. Для всех регрессоров значения VIF оказались меньше 2, что говорит об отсутствии мультиколлинеарности. Проводимые тесты на гетероскедастичность на уровне значимости 0,05 ее не выявили.

Характеристика выборки исследования

Для проведения исследования нами были выбраны сделки M&A в финансовом секторе в период с 2000 по 2012 г., инициированные компаниями из пяти наиболее перспективных растущих стран – Бразилии, России, Индии, Китая и Южной Африки, составляющих группу BRICS. При формировании выборки сделок нами была использована база данных Zephyr, бюро Van Dijk и ресурсы Bloomberg.

В конечную выборку исследования включались сделки: (1), по которым была точно известна дата объявления; (2), в которых компания-покупатель являлась публичной компанией из финансового сектора (SIC 6000-6999), в то время как компания-цель могла быть закрытой компанией и действовать в любой отрасли; (3), в результате совершения которых компания-покупатель становилась обладателем контрольного пакета акций (50% + 1 акция), дающего право на управление финансовыми потоками компании-цели; (4), у которых в оценочный период (estimation period) не попадали значимые корпоративные события, такие как сплит акций, иные от рассматриваемого слияния/поглощения, выпуск новых ценных бумаг, участие в совместных предприятиях.

Количество сделок M&A, удовлетворяющих данным критериям, составило 264. При этом большее количество сделок – 136 – было инициировано компаниями Китая, 58 сделок – компаниями из Южной Африки, 33 и 30 – компаниями Бразилии и Индии соответственно и всего 7 сделок было заключено компаниями из России. Из 264 сделок, 231 была направлена на расширение внутри страны, а 33 сделки являлись международными. В основном сделки в рассматриваемый период времени были нацелены на покупку компаний из тех же отраслей, 170 транзакций представляют собой сделки фокусирования и 94 транзакции – сделки диверсификации.

Эмпирические тесты и результаты

Нами была проведена оценка эффективности сделок слияний и поглощений, инициированных компаниями Бразилии, России, Индии, Китая и Южной Африки как по отдельности, так и объединенными в одну группу, а также на различных подвыборках (локальные – международные сделки; сделки фокусирования и диверсификации). Кроме того, отдельно учитывалось влияние кризисного периода (середина 2008 г. – середина 2009 г.) – сделки, объявленные в указанный промежуток, исключались из выборки, формируя подвыборку сделок, на которые не оказывал влияние кризис. Таким образом, сравнивая результаты, полученные по данной подвыборке и полной выборке, можно проследить возможное влияние кризиса на эффективность слияний и поглощений в рассматриваемых странах.

Значения накопленной избыточной доходности (CAR), полученные по каждой стране и в целом по группе BRICS, учитывающие и не учитывающие влияние кризиса, представлены в Приложении 4. Результаты, демонстрируемые компаниями из различных стран группы BRICS, достаточно схожи между собой. В Китае, Южной Африке, Индии и Бразилии наблюдается положительная реакция рынка на объявления о сделках M&A на различных окнах

событий. В данных странах трехдневный эффект от сделок M&A является положительным и статистически значимым на 1%-ном уровне и составляет 0,5%, 0,66%, 1,19% и 3,6% соответственно. Лишь в России трехдневная накопленная избыточная доходность является отрицательной (1,76%).

Таким образом, можно сделать вывод о том, что гипотеза 1 для сделок, инициированных компаниями Бразилии, Индии, Китая и Южной Африки, не может быть отвергнута на 1%-ном уровне значимости, то есть для компаний-покупателей из финансового сектора указанных стран при осуществлении сделки M&A создается дополнительная стоимость. Гипотеза 1 для компаний из России отвергается на 10%-ном уровне значимости, что говорит о разрушении стоимости компаний-покупателей в результате сделок слияний и поглощений.

Однако анализируемая выборка составляет всего лишь 7 сделок, что не является достаточным количеством для формулирования выводов относительно эффективности сделок в России. При исключении из выборки сделок, совершенных в кризисный период, значительных изменений в динамике CAR обнаружено не было (Приложение 4). Необходимо также отметить, что при анализе CAR было выявлено, что для всех рассматриваемых рынков, за исключением Бразилии, информация о сделках M&A проникала на рынок раньше момента объявления, что позволяет судить об инсайдерском характере изучаемых рынков. Результаты агрегированного исследования выборки по всем пяти странам также свидетельствуют о положительной реакции рынка на объявления о сделках M&A. Трехдневная накопленная избыточная доходность для компаний-покупателей стран группы BRICS составляет 0,9% для полной выборки и 0,8% для выборки, исключая влияние кризиса соответственно. Полученные результаты значимы на 1%-ном уровне. Значения CAR для других окон события получились также положительными, но статистически незначимыми. Таким образом, полученные результаты не отвергают гипотезу 2 на 1%-ном уровне значимости только для окна (-1...1).

На следующем этапе исследования мы изучили эффективность международных и внутренних сделок M&A. Согласно полученным результатам, представленным в Приложении 5, можно видеть, что значения CAR для международных сделок являются положительными для более длинных окон события. Статистически значимый результат (на 10%-ном уровне) получился для окна в 41 день (CAR = 4,7%). Реакция рынка на локальные сделки M&A также является положительной, причем для всех окон события. Статистически значимое (на 1%-ном уровне) значение CAR (1,1%) обнаружено только для трехдневного окна события. Таким образом, мы не можем отвергнуть гипотезу 3 для отмеченного окна события. Сравнить эффективность рассматриваемых стратегий расширения не представляется возможным в связи с отсутствием значимых величин CAR на одинаковых окнах.

Результаты, представленные в Приложении 5, также позволяют констатировать эффективность фокусированных слияний и поглощений и сделок, нацеленных на диверсификацию бизнеса. Анализируя значения CAR для трехдневного окна события, можно заключить, что для акционеров компаний-покупателей сделки диверсификации (1,05%) более выгодны, нежели сделки фокусирования (0,86%). Проверка на статистическую значимость разницы в средних при помощи *t*-теста подтверждает данный вывод на 5%-ном уровне значимости. Таким образом, гипотеза 4 не может быть отвергнута на 5%-ном уровне значимости для соответствующего окна события.

В Приложении 6 приведены результаты тестирования детерминант, представленных в модели (7), на различных подвыборках. В связи с тем что выборка по России включает всего 7 сделок, факторы эффективности для российских компаний исследоваться не будут.

Проведенный регрессионный анализ показал наличие положительной зависимости между показателем CAR и способом оплаты сделок (значение 0,09; 0,07 и 0,04 для компаний Бразилии, Индии и Китая соответственно) на уровне значимости 5% для Бразилии и Индии и 10% для Китая. Таким образом, гипотеза 6 не может быть отвергнута для компаний данных стран на соответствующих уровнях значимости. Полученные результаты согласуются с выводами Кэмпбелла и др., Годдара и др. (Campbell et al., 2001; Goddar et al., 2012).

Размер сделки также оказывает значимое влияние на эффективность M&A. Положительный эффект был обнаружен для компаний Бразилии и Китая (Приложение 6). Данные страны характеризуются наличием небольшого количества игроков на финансовом рынке, поэтому осуществление крупных сделок может способствовать захвату части рынка и повышению конкурентоспособности. Отрицательная зависимость размера сделки (DEALSIZE) и CAR для компаний Южной Африки может свидетельствовать о том, что издержки интеграции покупаемой компании в деятельность компании-инициатора перевешивают все выигрыши от возможностей роста и эффекта масштаба, а также о систематической переплате компаниями-покупателями при сделках M&A, что частично подтверждает теорию гордыни Ролла (Roll, 1986). Таким образом, гипотеза 7 не может быть отвергнута для компаний Бразилии и Китая на 1%-ном уровне значимости и отвергается для компаний Южной Африки на 10%-ном уровне значимости.

Наличие в компании нематериальных активов также положительно сказывается на эффективности сделок. Полученные статистически значимые значения CAR для Индии (0,08) и Китая (0,01) не позволяют отвергнуть выдвинутую гипотезу 9 для данных стран на уровне значимости 5% и 10% соответственно.

Фактор, отражающий наличие опыта совершения сделок M&A у компании-покупателя, демонстрирует нестабильные результаты на разных подвыборках. Для бразильских компаний данный фактор положительно взаимосвязан со значениями CAR, а для южноафриканских – отрицательно. Результаты исследований Байтела и др. и Годдара и др. (Beitel et al., 2004; Goddar et al., 2012) также свидетельствуют об отрицательном влиянии опыта осуществления сделок M&A на их эффективность. С одной стороны, наличие опыта делает компанию более «аккуратной» при принятии решений относительно сделки, помогает наиболее оптимально разрешать возникающие сложные моменты. С другой стороны, наличие у компании большого опыта может характеризовать ее как компанию, которая скупает все подряд, преследуя цель захватить большую долю рынка, либо, подчиняясь стремлениям (гордыни) менеджмента. Таким образом, гипотеза 10 не отвергается для компаний Бразилии и отвергается для компаний Южной Африки на 5%-ном уровне значимости (Приложение 6).

Значимое влияние размера и операционной эффективности компании-покупателя на эффективность сделок было выявлено только для компаний Южной Африки. Гипотеза 8 о положительной взаимосвязи доходности активов со значениями CAR не отвергается на 1%-ном уровне значимости, а гипотеза 5 о положительном влиянии размера отвергается на 5%-ном уровне значимости. Полученная отрицательная зависимость размера компании-покупателя и эффективности сделок частично подтверждает теорию гордыни Ролла (Roll, 1986) и свидетельствует о том, что менеджеры крупных компаний склонны к совершению сделок, не создающих синергитический эффект.

Анализ влияния макроэкономических факторов на эффективность сделок M&A позволяет заключить, что разница в развитии стран-участниц сделок значимо влияет на значения CAR лишь в Индии и Южной Африке. Направление влияния аналогично показанному в предыдущих исследованиях (Fritsch et al., 2007; Kiyamaz, College, 2013) и говорит о том, что осуществление сделок в домашнем регионе или же в менее развитых странах, обладающих возможностями для роста, является более выгодным, нежели расширение в развитые страны. Таким образом, гипотеза 12 не отвергается на 10%-ном уровне значимости для компаний Индии и Южной Африки.

Влияние кризиса на эффективность сделок M&A выявить не удалось (как при проведении регрессионного анализа, так и при оценке эффективности сделок отдельно по подвыборкам стран (гипотеза 13). Также не было обнаружено взаимосвязи между значениями CAR и уровнем развития страны компании-покупателя (гипотеза 11).

Заключение

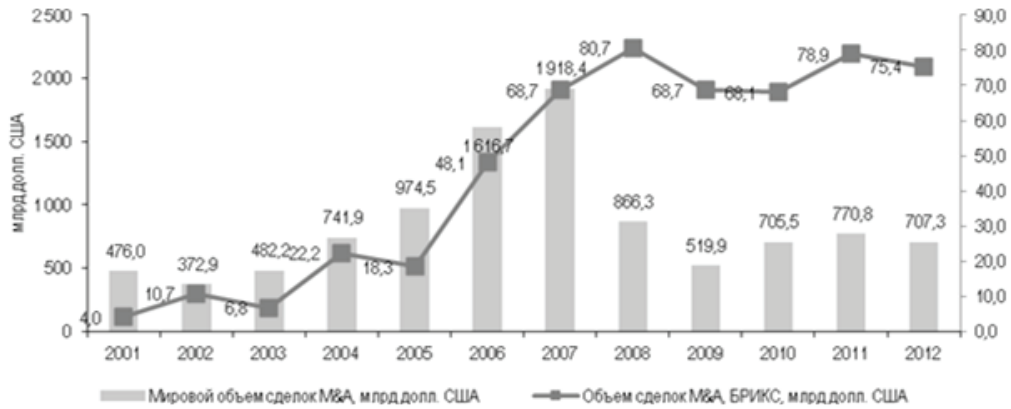
В результате эмпирического исследования эффективности слияний и поглощений в финансовом секторе на выборке 264 сделок, инициированных компаниями из стран BRICS в пе-

риод с 2000 по 2012 г., было доказано положительное влияние сделок M&A на стоимость компаний-покупателей на краткосрочном временном горизонте. В ходе исследования были получены статистически значимые положительные значения накопленной избыточной доходности для компаний Бразилии, Индии, Китая и Южной Африки. Для выборки российских сделок значения SAR оказались отрицательными. Однако данная выборка включала всего семь сделок, что не позволяет судить об эффективности слияний и поглощений. Исследование также показало, что сделки диверсификации являются более выгодными для акционеров компаний-покупателей, нежели сделки фокусирования. Полученные результаты согласуются с выводами работ, построенными на данных компаний из развитых (Cybo-Ottone, Murgia, 2000; Beitel et al., 2004; Campa, Hernando, 2006; Lensink, Maslennikova, 2008) и развивающихся стран (Goddard et. al., 2012; Ma et al., 2012).

Выявленные детерминанты эффективности сделок в целом для рассматриваемых стран являются примерно схожими и включают: способ оплаты сделки, относительный размер сделки, наличие нематериальных активов у компании-покупателя, имеющийся опыт в проведении слияний и поглощений, а также разницу в развитии стран – участниц сделок. Учет данных факторов поможет менеджерам и членам советов директоров компаний в принятии обоснованных решений о росте компании посредством слияний и поглощений.

Основным ограничением данного исследования является отсутствие подробной информации о заключенных сделках, компаниях-целях, ряде характеристик компаний-покупателей, доступ к которой позволил бы более детально изучить детерминанты эффективности сделок M&A, а также оценить влияния слияний и поглощений на стоимость компаний-целей. Среди направлений дальнейших исследований можно выделить следующие: оценка эффективности сделок M&A на долгосрочном временном горизонте, изучение влияния корпоративного управления на результативность сделок, анализ факта наличия опыта в сделках слияний и поглощений у компании-покупателя в динамике (тестирование теории гордыни), выявление мотивов сделок слияний и поглощений, направленных как на международную экспансию, так и на расширение внутри страны.

Динамика мирового объема рынка M&A и рынка BRICS*, млрд долл. США



Источник: Bloomberg, расчеты авторов

*компания-покупатель из финансового сектора

Результаты исследований влияния сделок M&A в финансовом секторе на стоимость компаний-покупателей на развитых и развивающихся рынках капитала

Исследование	Отрасль, Страна	Выборка (количество сделок)	Период исследования	Окно события, дней	CAR (%)
Houston, Ryngaert, 1994	США	153	1985–1991	(-4...0)	CAR = -2,3***
Toyne, Tripp, 1998	Банки, США, международные	97	1991–1995	(-1...1)	CAR = -2,24***
Becher, 1999	Банки, США, международные	558	1980–1997	(-5...5)	CAR = -1,08***
Cornett et al., 2003	Банки, США, международные	423	1988–1995	(-1...1)	CAR = -0,74**
Cybo-Ottone, Murgia, 2000	Европа	54	1988–1997	(-2...2)	CAR = 1,4***
Campbell et al., 2001	Недвижимость, США, международные	покупатель и цель-открытые компании,	1994–1998	(-1...1)	CAR = -0,6* CAR = 1,9*
		цель-закрытая компания			
		45			
DeLong, 2001	Банки, США	280	1988–1995	(-10...1)	CAR = -1,7***
Beitel et al., 2004	Европа	98	1985–2000	(-10...10)	CAR = 0,24
Campa, Hernando, 2006	Европа	244	1998–2002	(-30...30)	CAR = 2,37**
Kirchhoff et al., 2006	Недвижимость, США, международные	69	1995–2002	(-5...5)	CAR = 1,42
Schmautzer, 2006	Банки, Европа, международные	96	1985–2005	(-10...10)	CAR = -1*
Lensink, Maslennikova, 2008	Европа	75	1996–2004	(-10...10)	CAR = 0,3**

Исследование	Отрасль, Страна	Выборка (количество сделок)	Период исследования	Окно события, дней	CAR (%)
Liargovas, Repousis, 2011	Банки, Греция	26	1996–2009	(-10...0)	CAR = 6**
Kiyamaz, College, 2013	США, международные	250	1989–2003	(-1...1)	CAR = 0,29*
Asimakopoulos, Athanasoglou, 2013	Банки, Европа, международные	145	1994–2004	(-20...20)	CAR = -0,79
Liao, Williams, 2008	Развивающиеся страны	74	1998–2005	(-2...2)	CAR = -0,25***
Goddard et. al., 2012	Развивающиеся страны	132	1998–2009	(-5...5)	CAR = 7,5
Ma et al., 2012	Развивающиеся страны	84	1998–2005	(-2...2)	CAR = 0,8

*, **, *** значимость на 10%-ном, 5%-ном, 1%-ном уровне соответственно

Приложение 3

Обозначения объясняющих переменных и способ их расчета в модели исследования детерминант эффективности сделок M&A в странах BRICS

Переменная	Описание переменной
<i>LNTA</i>	Прокси-переменная для размера компании. Рассчитывается как натуральный логарифм активов компании
<i>PAY</i>	Способ оплаты сделки. Дамми-переменная, принимающая значение 1, если сделка оплачивается наличными, 0 – если акциями
<i>DEALSIZE</i>	Относительный размер сделки. Отношение стоимости сделки M&A в долларах США к рыночной капитализации компании-покупателя
<i>ROA</i>	Доходность активов. Отношение чистой прибыли к балансовой стоимости активов компании-покупателя
<i>QTobin</i>	Коэффициент Q Тобина. Рассчитывается как (совокупные активы компании – балансовая стоимость собственного капитала компании + рыночная капитализация)/совокупные активы компании)
<i>EXP</i>	Опыт компании-покупателя в осуществлении сделок M&A. Дамми-переменная, принимающая значение 1, если компания принимала участие в иных сделках до текущей, 0 – если не принимала участия в сделках
<i>GDP</i>	Уровень развития страны компании-покупателя. ВВП на душу населения
<i>diffGDPacq/tar</i>	Уровень развития страны компании покупателя относительно страны компании-цели. Дамми-переменная, принимающая значение 1, если отношение ВВП на душу населения страны компании-покупателя и страны компании-цели ≥ 1 , 0 – если < 1
<i>CRISIS</i>	Кризис 2008–2009 гг. Дамми-переменная, принимающая значение 1, если сделка была объявлена в период экономического кризиса 0 – иначе

Приложение 4

Результаты расчета накопленной избыточной доходности для сделок M&A в странах BRICS

Окно события / Количество наблюдений (N)	CAR, %					
	Бразилия		Индия		Китай	
	с учетом кризиса	без учета кризиса	с учетом кризиса	без учета кризиса	с учетом кризиса	без учета кризиса
(-20...20)	1,14	-2,06	8,547****	6,168***	2,861**	4,182***
(-15...15)	0,89	-1,62	8,603****	6,755****	1,26	2,236*
(-10...10)	1,93	0,29	4,258****	3,568**	0,31	0,45
(-5...5)	2,885**	1,751*	0,395****	0,56	0,398*	0,44
(-3...3)	3,447***	3,973****	0,982****	0,93	0,241*	0,03
(-1...1)	3,615****	3,811****	0,659****	0,87	0,496****	0,36
N	33	27	30	25	136	114

Окно события / Количество наблюдений (N)	CAR, %					
	Россия		Южная Африка		BRICS	
	с учетом кризиса	без учета кризиса	с учетом кризиса	без учета кризиса	с учетом кризиса	без учета кризиса
(-20...20)	11,08	-10,888***	1,57	1,62	1,206	1,52*
(-15...15)	8,61	-4,24	2,94	3,29**	1,021	1,378*
(-10...10)	-0,50	-3,74	1,65	2,279*	0,24	0,23
(-5...5)	-2,79	-3,32	2,427****	1,30	0,337	0,14
(-3...3)	-0,69*	0,50	0,89****	1,08	0,183	0,401
(-1...1)	-1,276**	0,70	1,186****	1,073**	0,929****	0,847****
N	7	6	58	52	264	224

Источник: расчеты авторов

*, **, ***, **** значимость на 15%-ном, 10%-ном, 5%-ном, 1%-ном уровне соответственно

Приложение 5

Результаты расчета накопленной избыточной доходности для различных стратегий расширения компаний из стран BRICS: локальная, международная, фокусирование и диверсификация

Окно события / Количество наблюдений (N)	CAR, %			
	Международные сделки	Локальные сделки	Сделки фокусирования	Сделки диверсификации
(-20...20)	4,651**	0,714	1,019	1,543****
(-15...15)	3,286	0,698	1,101	0,878
(-10...10)	1,382	0,077	0,503	-0,235
(-5...5)	-0,654	0,478	0,83	-0,556
(-3...3)	-0,888	0,335	0,388	-0,189
(-1...1)	-0,338	1,11****	0,858***	1,056***
N	33	231	170	94

Источник: расчеты авторов

*, **, ***, **** значимость на 15%-ном, 10%-ном, 5%-ном, 1%-ном уровне соответственно

Приложение 6

Выявление детерминант эффективности сделок M&A, инициированных компаниями из стран BICS

Переменная	Значение коэффициента (t-статистика)			
	Бразилия	Индия	Китай	Южная Африка
Intercept	-0,09 (-2,36***)	-0,07 (-1,64*)	-0,08 (-1,68*)	-0,07 (1,8*)
LNTA	-	-	-	0,01 (2,40***)
PAY	0,09 (2,46***)	0,07 (2,55***)	0,04 (1,96**)	-
DEALSIZE	0,13 (2,08****)	-	0,24 (2,39****)	-0,02 (1,87**)
ROA	-	-	-	0,48 (2,73****)
QTobin	-	0,08 (2,80****)	0,01 (1,9*)	-
EXP	0,07 (2,24***)	-	-	-0,04 (-2,19****)
GDP	-	-	-	-
diff GDPacq/tar	-	0,07 (1,9**)	-	0,05 (1,77**)
CRISIS	-	-	-	-
Количество наблюдений	33	30	136	58
R ²	0,35	0,33	0,41	0,27

Источник: расчеты авторов

*, **, ***, **** значимость на 15%-ном, 10%-ном, 5%-ном, 1%-ном уровне соответственно

Список литературы

1. Григорьева С.А. Эффективность стратегий диверсификации компаний на развивающихся рынках капитала // Корпоративные финансовые решения. Эмпирический анализ российских компаний. Под науч. редакцией И.В. Ивашковской М.: Инфра-М, 2011. С. 80–112.
2. Григорьева С.А., Троицкий П.В. Влияние слияний и поглощений на операционную эффективность компаний на развивающихся рынках капитала // Корпоративные финансы. 2012. № 3(23). С. 31–43. URL: http://cfjournal.hse.ru/data/2012/12/19/1303679984/cfj23_31_43_Grigorieva_Troitsky_.pdf.
3. Партин И.М. Зависимость оценки стоимости компании в сделке M&A от типа компании-покупателя // Корпоративные финансы. 2012. № 2(22). С. 24–33. URL: http://cfjournal.hse.ru/data/2012/09/04/1243185408/cfj22_24_33_Partin_.pdf.
4. Чиркова Е.В., Чувствитина Е.В. Реакция рынка на объявление о приобретении компаний открытого и закрытого типов // Корпоративные финансы. 2011. № 3(19). С. 30–43. URL: http://cfjournal.hse.ru/data/2011/11/07/1272278422/CFJ19_30_43_Чиркова_Чувствитина_.pdf.
5. Amihud, Y., Lev, B., Travlos, N.G. (1990), Corporate Control and the Choice of Investment Financing: the case of corporate acquisitions, *Journal of Finance*, 47(2) (1990) 1605–1621.
6. Asimakopoulou, I., Panayiotis, P. (2013), Revisiting the merger and acquisition performance of European banks, *International Review of Financial Analysis*, 29 (2013) 237–249.
7. Bartholdy, J., Olson, D., Pear, P. (2005), Conducting Event Studies on a Small Stock Exchange, *The European Journal of Finance*, 13(3) (2005) 227–252.
8. Becher, D.A. (1999), The valuation effects of bank mergers, *Journal of Corporate Finance*, 6 (1999) 189–214.
9. Beitel, P., Schiereck, D., Wahrenburg, M. (2004), Explaining M&A-Success in European Banks, *European Financial Management*, 10(1) (2004) 109–140.
10. Beltratti, A., Paladino, G. (2013), Is M&A different during a crisis? Evidence from the European banking sector, *Journal of Banking & Finance*, 37 (2013) 5394–5405.
11. Brewer, E.I., Jackson, W.E.I., Jagtiani, J.A., Nguyen, T. (2000), The price of bank mergers in the 1990s. Federal Reserve Bank of Chicago, *Economic Perspectives*, 1st quarter, p. 2–23.
12. Campbell, R., Ghosh, C., Sirmans, C.F. (2001), The information content of method of payment in mergers: evidence from real estate investment trusts (REITs). *Real Estate Economics*, 29(3) (2001) 361–87.
13. Cornett, M.M., Hovakimian, G., Palia, D., Tehranian, H. (2000), The impact of the manager-shareholder conflict on acquiring bank returns. Boston College, Working paper.
14. Cybo-Ottone, A., Murgia, M. (2000), Mergers and shareholder wealth in European banking, *Journal of Banking and Finance*, 24 (2000) 831–59.
15. DeLong, G.L. (2001), Stockholder gains from focusing versus diversifying bank mergers, *Journal of Financial Economics*, 59 (2001) 221–252.
16. Dolley, J.C. (1933), Characteristics and Procedure of Common Stock Split-Ups, *Harvard Business Review*, 11 (1933) 316–326.
17. Fama, E.F. (1969), The Adjustment of Stock Prices to New Information, *International Economic Review*, 10(1) (1969) 1–21.
18. Fritsch, M., Gleisner, F., Holzhäuser, M. (2007), Bank M&A in Central and Eastern Europe. Goethe University Frankfurt, Working paper.
19. Goddard, J., Molyneux, P., Zhou, T. (2012), Bank mergers and acquisitions in emerging markets: evidence from Asia and Latin America, *The European Journal of Finance*, 18(5) (2012) 419–438.
20. Houston, J., Ryngaert, M. (1994), The overall gains from large bank mergers. *Journal of Banking and Finance* 18 (1994) 1155–1176.
21. Kaplan, S., Weisbach, M. (1992), The Success of Acquisitions: Evidence From Divestitures, *Journal of Finance*, 47 (1992) 107–138.
22. Khanna, T., Palepu, K. (1997), Why Focused Strategies May Be Wrong for Emerging Markets, *Harvard Business Review*, (1997) 41–51.

23. Kirchhoff, M. (2006), Market valuation of real estate finance mergers: a note, *Journal of Property Investment & Finance*, 24 (1) (2006) 79–86.
24. Kiymaz, H., College, R. (2013), Cross-Border Mergers and Acquisitions and Country Risk Ratings: Evidence from U.S. Financials, *The International Journal of Business and Finance Research*, 7(1) (2013) 17–29.
25. Lensink, R., Maslennikova, I. (2008), Value performance of European bank acquisitions, *Applied Financial Economics*, 18 (2008) 185–198.
26. Liao, A, Williams, J. (2008), Do win-win outcomes exist? A study of cross-border M&A transactions in emerging markets, *Comparative Economic Studies*, 50 (2008) 274–296.
27. Liargovas, P. (2011), The Impact of Mergers and Acquisitions on the Performance of the Greek Banking Sector: An Event Study Approach, *International Journal of Economics and Finance*, 3(2) (2011) 89–100.
28. Ma, J., Pagán, J.A., Chu, Y. (2012), Wealth Effects Of Bank Mergers And Acquisitions In Asian Emerging Markets. *The Journal of Applied Business Research*, 28(1) (2012) 47–58.
29. MacKinlay, A.C. (1997), Event studies in Economic and Finance. *Journal of Economic Literature*, 35 (1997) 13–39.
30. Maynes, E., Rumsey, J. (1993), Conducting event studies with thinly traded stocks, *Journal of Banking and Finance*, 17 (1993) 145–157.
31. Myers, S., Majluf, N. (1984), Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, *Journal of Financial Economics*, 13 (1984) 187–221.
32. Roll, R. (1986), The hubris hypothesis of corporate takeovers, *Journal of Business*, 59 (1986) 197–216.
33. Schmutzter, D. (2006), *Cross-Border Bank Mergers: Who Gains and Why?* University of Muenster, Working Paper.
34. Stewart, T.A. (1997), *Intellectual Capital*, Bantam Doubleday Dell Publishing Group, New York.
35. Toyne, M.F., Tripp, J.D. (1998), Interstate bank mergers and their impact on shareholder returns: evidence from the 1990s. *Quarterly Journal of Business and Economics*, 37 (1998) 48–58.

IMPACT OF MERGERS AND ACQUISITIONS IN FINANCIAL SECTOR ON BIDDER'S RETURNS IN EMERGING CAPITAL MARKETS

Grigorieva Svetlana,

Associate Professor Faculty of Economics; HSE

Grinchenko A.,

*Graduate of the master's program «Strategic Corporate Finance»
Faculty of Economics HSE*

Abstract

The performance of M&A deals in financial sector is the actual topic in financial academic literature for many years. Most existing studies examine the performance of M&A deals in developed countries. We contribute to existing literature by examining the impact of mergers and acquisitions on bidder's value in emerging BRICS countries over 2000–2012. In contrast to existing studies we analyse the latest period and examine the impact of the economic crisis of 2008–2009 on the performance of M&A.

To examine the impact of M&A on firm value we use a two-step procedure. First, we analyse the consequences of mergers and acquisitions using the event study method. Second, the abnormal returns are then used as the depended variables in regression models in order to explain the cross-sectional variation in abnormal returns.

We use the Zephyr M&A database to form our sample of 264 publicly traded deals. We require that (1) only acquirers are publicly traded firms from financial sector, (2) the acquiring firm controls less than 50% of the shares of the target firm before the announcement, (3) there is a lack of significant corporate events in estimation period, such as shares buyback, other mergers and acquisitions and joint ventures. Most deals were initiated by companies from China (52%), followed by firms from South Africa (22%), Brazil (13%), India (11%) and Russia (3%).

Analyzing the results for each country separately we get almost similar tendency in market reaction to the announcements of M&A deals. Cumulative abnormal returns (CAR) for acquirers from China, South Africa, India and Brazil are positive (0,5%, 0,66%, 1,19%, 3,6% respectively) and statistically significant at 1 per cent level. The market reaction to the deals initiated by Russian companies is negative and statistically significant at 10 per cent level. Since the sample includes only seven deals, it doesn't allow us to make any conclusion about the performance of M&A deals in Russia. CARs for the entire sample are also positive (0,9%) and statistically significant at 1 per cent level.

Our results also indicate that the main determinants of M&A performance are method of payment, deal size, number of previous acquisitions made by the acquirer prior to the current transaction, acquirer's intellectual capital and the difference in countries development.

Key words: mergers and acquisitions, financial sector, abnormal returns, emerging capital markets

JEL: G14, G21, G34

References

1. Amihud Y., Lev B., Travlos N.G. Corporate control and the choice of investment financing: the case of corporate acquisitions. *Journal of Finance*, 1990, 47(2), pp. 1605–1621.
2. Asimakopoulou I., Panayiotis P. Revisiting the merger and acquisition performance of European banks. *International Review of Financial Analysis*, 2013, 29, pp. 237–249.
3. Bartholdy J., Olson D., Pear P. Conducting event studies on a small stock exchange. *The European Journal of Finance*, 2005, 13(3), pp. 227–252.

4. Becher D.A. The valuation effects of bank mergers. *Journal of Corporate Finance*, 1999, 6, pp. 189–214.
5. Beitel P., Schiereck D., Wahrenburg M. Explaining M&A-success in European banks. *European Financial Management*, 2004, 10(1), pp. 109–140.
6. Beltratti A., Paladino G. Is M&A different during a crisis? Evidence from the European banking sector. *Journal of Banking & Finance*, 2013, 37, pp. 5394–5405.
7. Brewer E.I., Jackson W.E.I., Jagtiani J.A., Nguyen T. The price of bank mergers in the 1990s. *Federal Reserve Bank of Chicago, Economic Perspectives*, 2000, 1st quarter, pp. 2–23.
8. Campbell R., Ghosh C., Sirmans C.F. The information content of method of payment in mergers: evidence from real estate investment trusts (REITs). *Real Estate Economics*, 2001, 29(3), pp. 361–87.
9. Chirkova E.V., Chuvstvitina E.V. Reaktsiia rynka na ob»iavlennie o priobreenii kompanii otkrytogo i zakrytogo tipov [Market reaction to announcements regarding acquisitions of public and private companies]. *Korporativnye finansy [Corporate finance]*, 2011, № 3(19), pp. 30–43. Available at: http://cfjournal.hse.ru/data/2011/11/07/1272278422/CFJ19_30_43_Чиркова_Чувствитина_.pdf.
10. Cornett M.M., Hovakimian G., Palia D., Tehranian H. The impact of the manager-shareholder conflict on acquiring bank returns. *Boston College, Working paper*, 2000.
11. Cybo-Ottone A., Murgia M. Mergers and shareholder wealth in European banking. *Journal of Banking and Finance*, 2000, 24, pp. 831–859.
12. DeLong G.L. Stockholder gains from focusing versus diversifying bank mergers. *Journal of Financial Economics*, 2001, 59, pp. 221–252.
13. Dolley J.C. Characteristics and procedure of common stock split-ups. *Harvard Business Review*, 1933, 11, pp. 316–326.
14. Fama E.F. The Adjustment of stock prices to new information. *International Economic Review*, 1969, 10(1), pp. 1–21.
15. Fritsch M., Gleisner F., Holzhäuser M. Bank M&A in Central and Eastern Europe. *Goethe University Frankfurt, Working paper*, 2007.
16. Goddard J., Molyneux P., Zhou T. Bank mergers and acquisitions in emerging markets: evidence from Asia and Latin America. *The European Journal of Finance*, 2012, 18(5), pp. 419–438.
17. Grigor'eva S.A. Effektivnost' strategii diversifikatsii kompanii na razvivaiushchikhsia rynkakh kapitala. *Korporativnye finansovye resheniia. Empiricheskii analiz rossiiskikh kompanii [Efficiency of corporate diversification strategy in emerging capital markets. Corporate financial decisions. Empirical analysis of Russian companies]*. Under the scientific editorship of I.V. Ivashkovskaia. Moscow, Infra-M, 2011, pp. 80–112.
18. Grigor'eva S.A., Troitskii P.V. Vliianie sliianii i pogloshchenii na operatsionnuiu effektivnost' kompanii na razvivaiushchikhsia rynkakh kapitala [Influence of mergers and acquisitions on operational efficiency of companies in emerging capital markets]. *Korporativnye finansy [Corporate finance]*, 2012, № 3(23), pp. 31–43. Available at: http://cfjournal.hse.ru/data/2012/12/19/1303679984/cfj23_31_43_Grigorieva_Troitsky_.pdf.
19. Houston J., Ryngaert M. The overall gains from large bank mergers. *Journal of Banking and Finance*, 1994, 18, pp. 1155–1176.
20. Kaplan S., Weisbach. M. The success of acquisitions: Evidence from divestitures. *Journal of Finance*, 1992, 47, pp. 107–138.
21. Khanna T., Palepu K. Why focused strategies may be wrong for emerging markets. *Harvard Business Review*, 1997, pp. 41–51.
22. Kirchhoff M. Market valuation of real estate finance mergers: a note. *Journal of Property Investment & Finance*, 2006, 24 (1), pp. 79–86.
23. Kiyamaz H., College R. Cross-border mergers and acquisitions and country risk ratings: Evidence from U.S. financials. *The International Journal of Business and Finance Research*, 2013, 7(1), pp. 17–29.
24. Lensink R., Maslennikova I. Value performance of European bank acquisitions. *Applied Financial Economics*, 2008, 18, pp. 185–198.
25. Liao A, Williams J. Do win-win outcomes exist? A study of cross-border M&A transactions in

- emerging markets. *Comparative Economic Studies*, 2008, 50, pp. 274–296.
26. Liargovas P. The Impact of mergers and acquisitions on the performance of the Greek banking sector: An event study approach. *International Journal of Economics and Finance*, 2011, 3(2), pp. 89–100.
 27. Ma J., Pagán J.A., Chu Y. Wealth effects of bank mergers and acquisitions in Asian emerging markets. *The Journal of Applied Business Research*, 2012, 28(1), pp. 47–58.
 28. MacKinlay A.C. Event studies in economics and finance. *Journal of Economic Literature*, 1997, 35, pp. 13–39.
 29. Maynes E., Rumsey J. Conducting event studies with thinly traded stocks. *Journal of Banking and Finance*, 1993, 17, pp. 145–157.
 30. Myers S., Majluf N. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 1984, 13, pp. 187–221.
 31. Partin I.M. Zavisimost' otsenki stoimosti kompanii v sdelke M&A ot tipa kompanii-pokupatel'ia [Dependence of corporate valuation in M&A mergers on the type of acquiring companies]. *Korporativnye finansy* [Corporate finance], 2012, № 2(22), pp. 24–33. Available at: http://cfjournal.hse.ru/data/2012/09/04/1243185408/cfj22_24_33_Partin_.pdf.
 32. Roll R. The hubris hypothesis of corporate takeovers. *Journal of Business*, 1986, 59, pp. 197–216.
 33. Schmutz D. Cross-border bank mergers: Who gains and why? University of Muenster, Working Paper, 2006.
 34. Stewart T.A. *Intellectual capital*. Bantam Doubleday Dell Publishing Group, New York, 1997.
 35. Toyne M.F., Tripp J.D. Interstate bank mergers and their impact on shareholder returns: evidence from the 1990s. *Quarterly Journal of Business and Economics*, 1998, 37, pp. 48–58.

ЭФФЕКТИВНОСТЬ ИННОВАЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ КРУПНЫХ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ

Первакова Е.Е¹, Чайка В.А².

Статья посвящена описанию исследования зависимости результатов деятельности крупнейших российских компаний от их затрат на исследования и разработки. Согласно современным исследованиям крупнейших американских консалтинговых компаний, в последние годы падает эффективность деятельности по исследованиям и разработкам в крупных компаниях развитых странах. Тем более важно определить, является ли такая деятельность эффективной в российских условиях, то есть в условиях развивающейся экономики.

В статье описаны построенные модели влияния затрат на исследования и разработки на рыночную стоимость, производительность труда и объем выпуска компаний.

В качестве наблюдений были взяты данные по финансовой отчетности компаний, входящим в рейтинг “Эксперт-200”, подготовленный рейтинговым агентством “РА Эксперт”. Выборка была составлена из 142 крупнейших российских компаний реального сектора экономики. По результатам исследования получены следующие выводы:

1. Необходимо отметить крайне малые вложения крупного российского бизнеса в исследования и разработки. Не смотря на заявленные цели по внедрению инноваций, ускорению инновационной деятельности, российский бизнес отдает предпочтение покупке технологий вместо ведения собственных разработок.
2. Была установлена положительная зависимость между стоимостью крупного российских предприятий, производительностью труда на них, и проведением инновационной деятельности. Это дает возможность предположить, что научно-исследовательские процессы организованы достаточно эффективно, положительно сказываются на деятельности компании и повышают доверие к ней, что в свою очередь выражается в увеличении стоимости акций.
3. Не удалось выявить зависимость прибыльности продаж от деятельности по исследованиям и разработкам. Можно предположить, что вызвано не тем, что результаты исследований и разработок не связаны со снижением себестоимости продукции.
4. Получен положительный коэффициент эластичности между увеличением затрат на исследования и разработки и ростом выпуска крупных российских компаний. Значение коэффициента эластичности лежит в пределах, полученных в работах западных исследователей.

Ключевые слова: затраты на исследования и разработки, производительность труда, объем выпуска

JEL: 032

В современной экономике инновационная деятельность является необходимым условием для долгосрочного устойчивого функционирования любого предприятия. Это обусловлено тем, что эффективность предприятия во многом зависит от его способности адаптироваться к быстро меняющимся внешним условиям, способности к нововведениям.

Ведущая роль в глобальном инновационном процессе принадлежит крупному бизнесу, обладающему необходимым интеллектуальными и финансовыми ресурсами.

Инновационные компании могут поддерживать свое преимущество на рынке с помощью снижения издержек в результате внедрения новых технологий. Успешная деятельность по НИОКР ведет также к выпуску новой продукции, что открывает перед компанией возможности по созданию нового рынка или увеличения доли на уже освоенном рынке.

Необходимо отметить, что, согласно современным исследованиям крупнейших американских консалтинговых компаний (Jaruzelski, et al., 2011), в последние годы эффективность деятельности по исследованиям и разработкам в крупных компаниях развитых стран падает. Поэтому важно определить, является ли такая деятельность эффективной в российских условиях, т.е. в условиях развивающейся экономики.

1. Доцент кафедры экономики и финансов ВШЭ

2. Студент 5 курса экономического факультета ВШЭ

Задачей нашего исследования являлось изучение зависимости финансовых и рыночных показателей крупных российских компаний от затрат на исследования и разработки. Построенные в работе модели базируются на двух основных подходах к моделированию зависимости результатов деятельности от затрат на исследования и разработки, предложенных в работах западных ученых.

Согласно первому подходу «Knowledge production function», предложенному в 1983 г. американскими исследователями (Relating the Knowledge ... 2005), изучается зависимость объема производства и производительности труда от затрат на исследования и разработки. В данных работах инвестиции в НИОКР рассматриваются как вложения в создания ценных знаний и являются важным фактором, влияющим на производительность труда. В рамках данного подхода обычно используются модификации производственной функции Кобба–Дугласа, в которых кроме традиционных факторов труда и физического капитала используется также фактор накопленных знаний и исследований и разработок. В основном объеме работ значение параметра эластичности, соответствующее R&D-капиталу, лежит в интервале от 0,05 до 0,2. Американские исследователи в 2011 г. провели индексирование американских компаний по отдаче от инвестиций в исследования и разработки. Рассчитав коэффициент эластичности в среднем по выборке из всех публичных компаний США, они получили значение, равное 0,109. Однако существует также довольно большое количество работ, в которой оценка R&D-эластичности является статистически незначимой.

Второй подход базируется на моделях влияния R&D на стоимость фирмы. Существенный вклад в развитие данного подхода внесли европейские исследователи (Corporate R&D and Firm Efficiency, 2012). В рамках данного подхода исследовалась зависимость коэффициента Тобина компаний от их R&D-активности. Результаты данного исследования на европейских компаниях показали позитивную и значимую зависимость данного показателя от НИОКР, проводимых этими компаниями. С другой стороны, более современные исследования, проведенные на выборке японских компаний, показали, что R&D положительно влияет на коэффициент Тобина только в долгосрочном периоде (Shin, Kim, 2011). Кроме того, не было выявлено каких-либо отличий во влиянии исследований и разработок в высокотехнологичных отраслях и отраслях, в которых темп развития технологий крайне низок. В то же время исследования с выборкой из индийских медицинских компаний показали, что инновационная деятельность позитивно повлияла на стоимость акций этих компаний, что является довольно очевидным результатом для данной отрасли (Mojtahedzadeh, Abedi, 2010). В целом можно отметить, что для развитых экономик сложно вычислить какую-либо зависимость между НИОКР и ростом рыночной цены компании, поскольку для компаний из этих экономик инновационная деятельность является обычным явлением, в то время как в развивающихся странах данная практика еще не получила достаточного распространения.

В исследовании авторов данной статьи были выдвинуты следующие гипотезы:

- существует значимая связь между изменением объемов затрат на НИОКР, нематериальных активов и изменением рыночной стоимости крупных российских компании;
- существует значимая связь между изменением объемов затрат на НИОКР, нематериальных активов и производительностью труда крупных российских компаний;
- существует значимая связь между изменением объемов затрат на НИОКР, нематериальных активов и изменением отношения выручки к себестоимости крупных российских компаний.

В качестве наблюдений были взяты данные по компаниям, которые входят в рейтинг «Эксперт-200», подготовленный рейтинговым агентством «РА Эксперт». В данный рейтинг входят публичные российские компании, обладающие наибольшей рыночной стоимостью. В качестве выборки были взяты компании, относящиеся к реальному сектору экономики. Выборка состояла из 142 крупнейших компаний (были исключены кредитные организации, СМИ, инвестиционные компании, и компании, занимающиеся торговлей недвижимостью).

Для моделирования были собраны следующие данные:

- Рыночная стоимость компаний за 2010, 2011, 2012 годы.
- Выручка компаний за 2010, 2011, 2012 годы.
- Балансовая стоимость компании за 2010, 2011, 2012 годы.
- Результаты исследований и разработок за 2010, 2011, 2012 годы.
- Величина нематериальных активов (НМА) за 2010, 2011, 2012 годы.
- Себестоимость произведенной продукции за 2010, 2011, 2012 годы.
- Численность персонала за 2010, 2011, 2012 годы.

Анализ проводился по параметру R&D-интенсивность. Он вычисляется как отношение статьи «результаты исследований и разработок» в активе баланса к объему выручки. Общее распределений по интенсивности вложений в R&D представлено в таблице 1.

Таблица 1

Распределение российских компаний по интенсивности R&D-затрат. (2012 г.)

Компании, тратящие на НИОКР более 1% выручки	10	7%
Компании, тратящие на НИОКР десятые доли % от выручки	25	18%
Компании, тратящие на НИОКР сотые доли % от выручки	40	28%
Компании, тратящие на НИОКР тысячные доли % от выручки	17	12%
Компании, тратящие на НИОКР меньше тысячной доли % от выручки	50	35%

Лидерами по R&D-интенсивности оказались «АвтоВАЗ», группа компаний «Армада», За-волжский моторный завод, Казанский вертолетный завод, Корпорация «Иркут», Мотохви-линские заводы, «Ситроникс» ТНК-ВР «Трубная металлургическая компания» и Уфимское МПО.

В рамках нашего исследования была произведена попытка построить четыре регрессионные модели.

В модели 1 сделана попытка установить зависимость изменения коэффициента Тобина от R&D-интенсивности и объема нематериальных активов. Кроме того, для лучшей специфика-ции модели была введена фиктивная переменная, обозначающая отрасль. Коэффициент Тобина был выбран в качестве зависимой переменной, Таким образом, проверяется предпо-ложение о том, что деятельность по НИОКР не только создает нематериальные активы, но и репутацию компании, т.е сам факт ведения инновационной деятельности повышает доверие к компании и вместе с ним растет цена ее акций. Результаты моделирования представлены формулой 1:

$$QTobin = 0,00055 * RD + 0,00027 * INTASSET + 0,031 * INDUSTRY - 0,028, \quad (1)$$

где $QTobin$ – изменение коэффициента Тобина (в %). Сам коэффициент вычисляется из отно-шения рыночной стоимости компании к балансовой стоимости. В данной модели численные значения этой переменной обозначают процентное изменение коэффициента Тобина с 2011 г. по 2012 г..

RD – относительное изменение параметра R&D-интенсивность. Изменение считалось с 2010 по 2011 г.

$INTASSET$ – относительное изменение объема нематериальных активов. Изменение счита-лось с 2010 по 2011 г.

$INDUSRY$ – фиктивная переменная, принимающая значения от 0 или 1, где 0 – для предпри-ятий черной и цветной металлургии, а также машиностроение, 1 – добыча полезных ископа-емых и другие отрасли.

Модель 1 получилась статистически значимой и обладающей достаточной объясняющей си-лой. Показатель R^2 равен 66%, статистика Durbin-Watson близка к 2, что говорит об отсут-

ствии автокорреляции. Гетероскедастичность отсутствует. Остатки имеют нормальное распределение.

В среднем прирост R&D-интенсивности относительно предыдущего значения этой переменной на 1% увеличил Q Тобина на 0,05%. При увеличении объема нематериальных активов на 1% Q Тобина растет на 0,027%. Стоит обратить внимание на оставшиеся части модели. При значении фиктивной переменной, равном нулю, для изменения Q Тобина в положительную сторону необходимо увеличить расходы на НИОКР на 50,5% (при неизменных нематериальных активах). Это говорит о недостаточной инновационной активности в данной области либо о неэффективном использовании средств.

В модели 2 проводилось моделирование зависимости изменения производительности труда от изменения R&D-интенсивности и объема нематериальных активов. Данная модель представлена формулой 2:

$$PROD = 0,0052 * RD + 0,00095 * INT + 0,038 \quad (2),$$

где:

PROD – относительное изменение производительности труда. Изменение считалось с 2011 по 2012 г.

RD – относительное изменение параметра R&D-интенсивность. Изменение считалось с 2010 по 2011 г.

INT – относительное изменение объема нематериальных ативов. Изменение считалось с 2010 по 2011 г.

Выборка та же, что и в модели 1, данные взяты из финансовой отчетности по РСБУ и годовых отчетов компаний.

Как и в предыдущей модели, полученные оценки коэффициентов эффективны, R² равен 56% , т.е. модель обладает достаточной объясняющей силой.

Таким образом, наблюдается положительная зависимость между ростом R&D-интенсивности и ростом производительности труда, при изменении R&D на 1% производительность труда вырастает на 0,05%. Стоит отметить, что на данную переменную большее влияние оказывает объем нематериальных активов. При росте нематериальных активов на 1% производительность труда увеличивается на 0,01%.

В модели 3 рассматривалась зависимость прибыльности переменных издержек от тех же переменных. Была предпринята попытка определить зависимость изменения отношения выручки к себестоимости от R&D-интенсивности и изменения нематериальных активов. Адекватную модель построить не удалось. Коэффициент объясненной дисперсии R² получился равным всего 0,27. Это может быть связано с тем фактом, что внедрение инноваций не направлено на снижение себестоимости продукции.

В модели 4 представлена модифицированная производственная функция Кобба–Дугласа. Рассматривается зависимость выпуска от параметров труда, физического капитала и результатов исследований и разработок. Главной задачей моделирования было определения коэффициента эластичности при параметре R&D-результатов. Полученная модель представлена формулой 3:

$$Y = 1,8 * K^{0,67} * L^{0,43} * R^{0,1}, \quad (3)$$

где:

Y – выручка компании,

R – результаты исследований и разработок,

L – трудозатраты,

K – капитал.

Все объясняющие переменные значимы, условия Гаусса–Маркова выполняются, процент

объясненной дисперсии достаточно высок – 74%. Коэффициент эластичности затрат на исследования и разработки равен 0,09, таким образом, при увеличении инвестиций в R&D на 1% выпуск увеличивается на 0,1%. Этот показатель превышает аналогичные показатели развитых экономик, что говорит об эффективности исследований и разработок в российских условиях. Также стоит отметить, что сумма всех коэффициентов эластичности превышает единицу, что говорит об увеличивающейся отдаче при увеличении масштабов производства.

Таким образом, можно сформулировать следующие выводы по результатам нашего исследования:

1. Необходимо отметить крайне малые вложения крупного российского бизнеса в исследования и разработки. Несмотря на заявленные цели по внедрению инноваций, ускорению инновационной деятельности, российский бизнес отдает предпочтение покупке технологий вместо ведения собственных разработок. Именно увеличение и грамотное использование инвестиций в НИОКР могло бы способствовать динамичному развитию российской экономики и привлечению дополнительных иностранных инвестиций.
2. Была установлена положительная зависимость между стоимостью крупного российских предприятий, производительностью труда и проведением инновационной деятельности. Это дает возможность предположить, что научно-исследовательские процессы организованы достаточно эффективно, положительно сказываются на деятельности компании и повышают доверие к ней, что в свою очередь выражается в увеличении стоимости акций.
3. Не удалось выявить зависимость прибыльности продаж от деятельности по исследованиям и разработкам. Можно предположить, что это вызвано тем, что результаты исследований и разработок не связаны со снижением себестоимости продукции.

Получен положительный коэффициент эластичности между увеличением затрат на исследования и разработки и ростом выпуска крупных российских компаний. Значение коэффициента эластичности лежит в пределах, полученных в работах западных исследователей.

Список литературы

1. Газизуллин Ф.М, Газизуллин Н.Ф. Инновационные и институциональные прорывы -доминанты развития экономики России в условиях новой индустриализации // Проблемы современной экономики. 2013. № 2. С. 28–34.
2. Идьяков А.В. Оценка состояния инновационной деятельности предприятия // Экономические науки. 2013. № 1(74). С. 47–55.
3. Ткач М.Г. Инвестиционная активность промышленных предприятий России в 2012 году // Инновационный менеджмент. 2013. № 3..С 24–32.
4. Corporate R&D and Firm Efficiency: Evidence from Europe's Top R&D Investors (2012), IZA DP, 4 (2012) 65–73.
5. Jaruzelski, B., Loehr, J., Holman, R. (2011), The Global Innovation 1000. Why Culture is Key?, Strategy + business, 2 (2011) 3–56.
6. Mojtahedzadeh, V. and Abedi, Z. (2010), The Effect of Research and Development (R&D) Expenditure on Firms Value, International Review of Business Research Papers, 6(6) (2010) 46–54.
7. Relating the Knowledge Production Function to Total Factor Productivity: An Endogeneouse Growth Puzzle., IMF Working Paper, 4(5) (2005) 38–47.
8. Shin S , Kim? P (2011), The effect of R&D expenditure on the firm value, Journal of Finance and Accountancy, 3 (2011) 84–94.
9. Рейтинг ТОП-200 2012 [электронный ресурс] // Рейтинговое агентство эксперт. URL: <http://raexpert.ru/researches/expert-inno/part1> (дата обращения: 15.06.2013).
10. Knott, U, Vieregger, R, Yen, I. (2011), IQ and the R&D Market value Puzzle. URL: <http://ssrn.com> (дата обращения 13.06.2013).

EFFECTIVENESS OF INNOVATION ACTIVITY OF LARGE RUSSIAN COMPANIES

Pervakova Elena,

Associate Professor Faculty of Economics, HSE

Chaika V.

5th year student Faculty of Economics, HSE

Abstract

This article describes the study of correlation between outcomes of business activity of largest Russian companies and their research and development expenses. The latest research activities of largest American consulting companies has shown that in the recent years the effectiveness of research and development (R&D) activity in large companies of developed countries has been decreased. Thus it is important to study the effectiveness of R&D activity in Russia in conditions of developing economy.

The article propose models of influence of research and development expenses on market value, firm performance and firm output. The raw data used in the study were taken from financial reports of the companies included in the «Expert-200» rating report prepared by the «RA

Expert» rating agency. The data representing 142 largest Russian companies were used in the study. The results of the study are:

1. The level of research and development expenses for large Russian companies is low. Despite the statements of innovation implementation and increase in innovation activities Russian companies prefer to buy technology processes instead of developing their own technology.
2. A positive correlation has been found between market valuation of Russian companies, production performance and innovation activity. This lead to proposal that research and development activities has been performed effectively, has positive influence on activity of the company and increase trust in the company, which leads to increase in stock market valuation.
3. No correlation has been found between sales margin and R&D activities. We suppose R&D activities was not used for decrease of the cost of production.
4. The positive elasticity between increase of R&D expenses and output of large Russian companies has been found. The value of elasticity corresponds to the values of elasticity found by Western researchers.

Keywords: research expenditure, labor productivity, firm output

JEL: 032

References

1. Corporate R&D and Firm Efficiency: Evidence from Europe's top R&D investors. IZA DP, 2012, 4, pp. 65–73.
2. Gazizullin F.M, Gazizullin N.F. Innovatsionnye i institutsionnye proryvy - dominanty razvitiia ekonomiki Rossii v usloviakh novoi industrializatsii [Innovative and institutional breakthroughs – dominant ideas of development of the Russian economy in the context of new industrialization]. Problemy sovremennoi ekonomiki [Problems of contemporary economics], 2013. № , pp. 28–34.
3. Id'iaikov A.V. Otsenka sostoiianiia innovatsionnoi deiatel'nosti predpriiatiia [Assessment of innovative activities of the enterprise]. Ekonomicheskie nauki [Economic sciences], 2013, № 1(74), pp. 47–55.
4. Jaruzelski B., Loehr J., Holman R. The Global Innovation 1000. Why culture is key? Strategy + business, 2011, 2, pp. 3–56.
5. Knott U, Vieregger R, Yen I. IQ and the R&D Market value Puzzle, 2011. Available at: <http://ssrn.com> (accessed 13 June 2013).

6. Mojtahedzadeh V. and Abedi Z. The effect of Research and Development (R&D) Expenditure on firms value. *International Review of Business Research Papers*, 2010, 6(6), pp. 46–54.
7. Reiting TOP-200 2012 [Rating Top-200 2012]. Reitingovoe agentstvo Ekspert [Rating agency Expert]. Available at: <http://raexpert.ru/researches/expert-inno/part1> (accessed 15 June 2013).
8. Relating the knowledge production function to total factor productivity: An endogeneouse growth puzzle. *IMF Working Paper*, 2005, 4(5), pp. 38–47.
9. Shin S., Kim P. The effect of R&D expenditure on the firm value. *Journal of Finance and Accountancy*, 2011, 3, pp. 84–94.
10. Tkach M.G. Investitsionnaia aktivnost' promyshlennykh predpriatii Rossii v 2012 godu [Innovative activities of indutrial enterprises of Russia in 2012]. *Innovatsionnyi menedzhment [Innovative management]*, 2013, № 3, pp. 24–32.

ИСПОЛЬЗОВАНИЕ РЫНОЧНЫХ ОЖИДАНИЙ В УПРАВЛЕНИИ РОССИЙСКИМИ КОМПАНИЯМИ

Ивашковская И.В.¹, Дьяченко К.В.²

На развитых рынках менеджеры стремятся представить инвесторам большие массивы информации, чтобы минимизировать разрыв между фундаментальной и рыночной стоимостью. Данные корректировки со стороны менеджеров называют управлением ожиданиями. В академической литературе рассматриваются два способа моделирования рыночных ожиданий: через модели временных рядов и через прогнозы аналитиков. В данном исследовании применяется второй способ. Именно аналитики формируют информационное пространство, которое, в свою очередь, влияет на решения инвесторов и, соответственно, рыночные курсы акций компаний.

Применяется ли управление ожиданиями компаниями на российском рынке? Каким образом происходит взаимодействие менеджеров и аналитиков в рамках управления ожиданиями? От каких характеристик компании зависит ее склонность к применению управления ожиданиями? Данная статья обобщает модель и результаты только первого этапа исследования – выявления наличия управления ожиданиями на российском рынке капитала. Эмпирический анализ механизма взаимодействия менеджеров и аналитиков, а также результаты исследования нами характеристик компаний, склонных применять управление ожиданиями, публикуются во второй части в 2014 году.

В первом параграфе рассматриваются ключевые исследования в выявлении фактов управления ожиданиями. Во втором параграфе представлена модель исследования. В третьем параграфе обоснованы гипотезы. Характеристики выборки компаний и необходимые переменные показаны в четвертом параграфе. Оценки модели и анализ полученных результатов даны в пятом параграфе.

Управление рыночными ожиданиями: результаты исследований

Феномен управления рыночными ожиданиями получил наибольшее распространение на развитых рынках, что связано с особенностями законодательства и относительно высокой степенью эффективности рынка капитала. Применение данного инструмента нарастало в конце 1990-х (Bartov, Brown, 2002; Matsumoto, 2002) и приобрело наибольшую популярность в начале 2000-х после ряда скандалов, связанных с раскрытием информации (Koh et al., 2008). Важная причина управления ожиданиями – стремление получить рост доходности акций в случае превышения ожиданий инвесторов по доходности. В работе Грэхэм (Graham et al., 2004) на данных опроса более 400 финансовых директоров и интервью с генеральными директорами компаний из разных отраслей выявлено, что такая цель реально ставится с компаниях. Если фирма оправдывает рыночные ожидания, то доходность ее акций растет (Bartov et al., 2002). Выявлен также факт асимметричности рыночных реакций на оправданность и неоправданность фирмой ожиданий. Рынок сильнее реагирует, если фирма не оправдала ожидания. Исследования показывают, что после скандалов начала 2000-х произошли некоторые изменения в размере рыночной премии за оправданные ожидания. До начала 2000-х рыночную премию получали все фирмы, превысившие ожидания, даже если это превышение было ниже одного цента на акцию. Впоследствии рынок стал скептически относиться к факту оправдания ожиданий (Koh et al., 2008). Премия для компаний, превысивших ожидания по прибыли менее чем на 1 цент на акцию, исчезла. Премия для компаний, превысивших ожидания по прибыли более чем на 1 цент на акцию, уменьшилась. Также сократилось и наказание за неоправданные

1. Д-р эконом. наук, ординарный профессор, руководитель академического департамента финансов, заведующая исследовательской лаборатории корпоративных финансов НИУ ВШЭ.

ожидания. В общем и целом, чтобы получить размер премии, существовавший до скандала, менеджерам стало необходимо превышать ожидания в большей степени.

Вторая причина заключается в том, что оправданные ожидания способствуют стабилизации курса акций компании, снижению волатильности и, как следствие, – снижению затрат на капитал. В-третьих, неоправданные ожидания интерпретируются многими инвесторами как сигнал о серьезных проблемах в компании, низкой эффективности менеджмента, что помимо падения курса акций влечет за собой множественные объяснения со стороны менеджеров перед аналитиками и журналистами. Время, потраченное на подобные объяснения, является вторым по значимости типом экономических потерь от неоправданных ожиданий (Graham et al., 2005).

Анализ издержек неоправданных ожиданий показывает, что пересмотр ожиданий в сторону снижения влияет на доходность акций. Выявлено, что изменения в ожиданиях объясняют около 45% дисперсии доходности акций, причем регрессионные коэффициенты при изменениях в ожиданиях положительны (Copeland et al., 2004). Это означает, что пересмотр аналитиками своих прогнозов в сторону занижения негативно сказывается на доходности акций компании. Другими словами, данное снижение доходности как раз и является издержками применения управления ожиданиями. Однако в работе Мацумото (Matsumoto, 2002) показано, что убыток от неоправданных ожиданий гораздо выше, чем убыток от их пересмотра в сторону занижения. Управлять ожиданиями и отвечать им выгоднее, чем не оправдывать ожидания. Поэтому политика управления ожиданиями стала становиться важным элементом управления ориентированного на приращение стоимости компании (Ивашковская, 2009).

Другой вид издержек управления ожиданиями – это недополученная доходность. Если фирма манипулировала ожиданиями аналитиков, то, оправдав ожидания, она получает более низкую доходность, чем те компании, которые оправдали ожидания без аналогичных манипуляций. Существует дисконт к доходности акций тех фирм, которые оправдали ожидания путем различного рода манипуляций (Athanasakou et al., 2011). Однако такие компании все равно получают рыночную премию к доходности по сравнению с компаниями, которые не оправдали рыночных ожиданий.

Исследователи отмечают конфликт интересов, возникающий как в среде менеджеров, так и в среде аналитиков (Bradshaw, 2011). Первым и самым серьезным источником конфликта является возможность получения денежного вознаграждения от инвестиционных банков в случае составления желаемого менеджерами и банками прогноза по сделкам с компаниями. Тогда при анализе качества и последствий совершаемых сделок аналитики склонны изменять свои прогнозы в сторону, удобную компаниям. Вторым источником конфликта является стремление аналитиков к сотрудничеству с менеджерами. Такое сотрудничество позволяет аналитикам иметь более широкий доступ к информации о компании, получаемой через общение с менеджерами. На прогнозы аналитиков сильно влияет состав инвестиционных портфелей их клиентов: о бумагах, находящихся в портфеле инвестора, говорят либо хорошо, либо ничего (Bradshaw, 2011). В связи с этим прогнозы аналитиков являются неполными и смещенными. Кроме того, источником конфликта является ситуация, когда компания платит аналитикам, чтобы они делали прогнозы относительно ее положения на рынке. Перечисленные факторы сводятся к тому, что та или иная сторона манипулирует ожиданиями аналитиков в свою пользу. Наконец, существует источник конфликта, основанный на природе самого аналитика. Считается, что часто аналитики переоценивают или недооценивают определенную информацию, в связи с чем их прогнозы неточно отражают реальное положение дел.

Управление ожиданиями является широко изучаемым феноменом на развитых рынках, но существует очень мало аналогичных исследований на развивающихся рынках. Тем не менее, как показано в исследовании Браун и Хиггинс (Brown, Higgins, 2005), управление ожиданиями начинает применяться и на развивающихся рынках. Подобные исследования на данных развивающихся рынков капитала помогут более глубоко понять природу данного феномена, а также сделать выводы о его универсальности.

Модель исследования: выявление управления рыночными ожиданиями со стороны менеджеров на российском рынке

Цель первого этапа исследования – определить, существует ли на российском рынке управление ожиданиями со стороны менеджеров компаний. В качестве прокси для рыночных ожиданий взят консенсус-прогноз всех аналитиков, покрывающих компанию. Консенсус-прогноз усредняет и поэтому нивелирует субъективизм каждого отдельного аналитика, что дает возможность использовать его как прокси-переменную для рыночных ожиданий. Важно отметить, что под рыночными ожиданиями далее во всей работе подразумеваются прогнозы аналитиков по размеру прибыли на акцию компании.

Первая группа методов выявления управления ожиданиями заключается в анализе заявлений и публикации ожидаемых результатов со стороны самих менеджеров компаний (Cotter et al., 2006). Необходим анализ информации о времени и содержании публичных заявлений менеджеров об их ожиданиях относительно результатов деятельности компании, время и тип реакции аналитиков на данные заявления. Однако такой тип данных на российском рынке является доступным для очень малой выборки компаний, поэтому использована вторая группа методов. Вторая группа объединяет способы анализа последствий управления ожиданиями: динамики прогнозов аналитиков в течение периода, поведения курсов акций после публикации отчетности, размера и распределения ошибки прогноза, изменений в прибыли компании и других показателей (Matsumoto, 2002; Sankaraguruswamy, Sweeney, 2005).

В данном исследовании применены три способа проверки существования управления ожиданиями на российском рынке: графический анализ, анализ сопряженности признаков, тестирование рациональности ожиданий аналитиков. Первый способ – использование графического анализа в оценке динамики двух показателей: частоты, с которой фирмы оправдывают ожидания, и частоты, с которой фирмы показывают положительный прирост прибыли по сравнению с прошлым годом (Matsumoto, 2002). Показатели измеряются отдельно для каждого года и считаются следующим образом. Первый показатель равен сумме фирм, которые оправдали ожидания в текущем году, разделенной на общее количество фирм в выборке. Вторым показателем равен сумме фирм, которые показали положительную динамику прибыли в текущем году по сравнению с прошлым годом, разделенной на общее количество фирм в выборке. Оба показателя измеряются в процентах. Этот способ, по сути, – экспресс-тест. Если связи между динамикой двух показателей не наблюдается, то можно сделать вывод, что фирмы оправдывают или не оправдывают ожидания по каким-то иным причинам, включая управление ожиданиями аналитиков.

Второй способ основан на анализе сопряженности признаков (Matsumoto, 2002; Brown, Higgins, 2005). Необходимо без применения регрессионного анализа выявить возможную связь между показателями управления со стороны менеджеров и динамикой прибыли, пересмотром аналитиками ожиданий, фактом оправдания ожиданий. Такой анализ помогает сопоставить различные последствия управления ожиданиями с предполагаемыми причинами и выяснить, являются ли причины и последствия связанными друг с другом. В целях такого анализа были созданы следующие бинарные переменные, отвечающие за предполагаемые причины изменений в динамике прибыли, поведении менеджеров и аналитиков. Первая переменная отражает факт того, оправдала ли компания ожидания, носит название МЕЕТ и определяется следующим образом:

$$MEET = \begin{cases} 1, & \text{если фирма оправдывает или превышает ожидания,} \\ 0, & \text{в любом другом случае} \end{cases} \quad (1)$$

Вторая переменная отслеживает, осуществляла ли фирма управление ожиданиями или нет. Эта переменная задана двумя способами, которые основываются на разных критериях выявления управления ожиданиями. Данная переменная, следуя терминологии Браун и Хиггинс (Brown, Higgins, 2005), названа MGUI. В случае управления ожиданиями со стороны

менеджеров аналитики делают два типа прогнозов: на основе всей имеющейся информации на рынке, (назовем его ожидаемым) и созданный с учетом новой информации, полученной от менеджеров и призванный скорректировать ожидания аналитиков. Именно второй тип прогноза публикуется аналитиками в конце периода, и относительно него оценивается уровень публикуемой прибыли. Соответственно, если публикуемый прогноз оказывается ниже ожидаемого, то существует какая-то причина, по которой аналитики опубликовали прогноз, заведомо не совпадающий с реальными показателями. Иными словами, на рынке существует управление ожиданиями. В противном случае, если публикуемый и ожидаемый прогнозы совпадают, то это означает, что менеджеры не манипулируют ожиданиями аналитиков, либо аналитики не учитывают новую информацию от менеджеров в своих прогнозах, то есть не поддаются управлению. Поэтому необходимо оценить разницу между публикуемым и ожидаемым прогнозами. Данная разница оценивается следующим образом.

$$UEF_{ijt} = CF_{ijt} - E[F_{ijt}] \quad (2)$$

В уравнении (2) индекс i означает фирму, j – отрасль, t – год; CF – это публикуемый аналитиками прогноз (consensus forecas; $E[F]$ – ожидаемый прогноз, который аналитики должны были опубликовать.

Ожидаемый прогноз является ненаблюдаемой величиной, поэтому его необходимо оценить, например, при помощи модели случайного блуждания (Matsumoto, 2002). Другими словами, размер прибыли на акцию в текущем периоде моделируется следующим образом.

$$EPS_{ijt} = EPS_{ij,t-1} + D_{ijt} \quad (3)$$

где EPS_{ijt} – это размер прибыли на акцию в текущем периоде, $EPS_{ij,t-1}$ – размер прибыли на акцию в прошлом периоде, D_{ijt} – соответствующая разница в этих двух значениях, то есть:

$$D_{ijt} = EPS_{ijt} - EPS_{ij,t-1} \quad (4)$$

Прогноз по прибыли на акцию в конце текущего периода равен математическому ожиданию прибыли. Данное математическое ожидание учитывает всю информацию, доступную аналитикам, поэтому является ожидаемым прогнозом, то есть . Поэтому ожидаемый прогноз моделируется согласно уравнению (5).

(5)

Последним этапом оценки является моделирование ожидаемой ошибки прогноза. Данная ошибка рассчитывается посредством уравнения (6).

$$E[D_{ijt}] = \alpha_{it} + \beta_{it} * \left(\frac{D_{ij,t-1}}{P_{ij,t-2}} \right) * P_{ij,t-1} \quad (6)$$

Уравнение (6) является регрессией, оцененной методом OLS. В данной регрессии независимая переменная P – это курс акций компании на конец указанного в индексе периода. Порядок оценки перечисленных уравнений следующий: (4), (6), (5), (2).

Далее необходимо понять, является ли публикуемый прогноз ниже ожидаемого, поэтому была введена бинарная переменная $DOWN$, которая задается формулой (7).

$$DOWN = \begin{cases} 1, & \text{если } EPS_{ijt} < 0 \\ 0, & \text{в любом другом случае} \end{cases} \quad (7)$$

В итоге на основе уравнений (1)–(6) была посчитана переменная $MGUI$, отвечающая за факт осуществления управления ожиданиями со стороны менеджеров. Смысл этой переменной заключается в том, что аналитики пересмотрели свой прогноз в сторону понижения, и это позволило менеджерам оправдать ожидания по прибыли.

$$MGIU = \begin{cases} 1, & \text{если } DOWN = 1 \text{ и } MEET = 1 \\ 0, & \text{в любом другом случае} \end{cases} \quad (8)$$

Второй способ основан на обобщении всех последствий управления ожиданиями в одну бинарную переменную, названную BGUI¹ (Bartov et al., 2002). Авторы подчеркивают, что в начале периода аналитики публикуют один прогноз, однако в случае управления со стороны менеджеров они пересматривают его и публикуют новый прогноз в конце периода до даты публикации отчетности. Основываясь на мотивации менеджеров занизить прогнозы аналитиков, чтобы оправдать их, авторы предполагают, что конечный прогноз должен быть ниже начального. Более того, реальная прибыль должна быть выше конечного прогноза, но ниже начального. Первое условие гарантирует факт оправдания менеджерами ожиданий. Второе условие определяет мотив менеджеров занизить ожидания аналитиков. Переменная BGUI задается следующим образом:

$$BGUI = \begin{cases} \text{если (1) реальная прибыль на акцию меньше начального прогноза} \\ \text{(2) конечный прогноз по прибыли ниже начального прогноза} \\ \text{(3) реальная прибыль выше конечного прогноза} \\ 0 \text{ в любом другом случае} \end{cases} \quad (9)$$

Среди четырех перечисленных бинарных переменных BGUI была принята за основную, MGUI, MEET и DOWN используются как дополнительные переменные для проверки устойчивости результатов. Такое решение было принято по ряду причин. Во-первых, структура переменной BGUI является более прозрачной и простой, чем у MGUI, что позволяет делать меньше предположений относительно поведения аналитиков. Такая простота предполагает уменьшение количества ошибок спецификации переменной. Во-вторых, при построении BGUI не используются лаговые значения показателей, что позволяет сохранить размер выборки. В-третьих, данная переменная является более полной, чем MEET и DOWN, так как учитывает все последствия управления ожиданиями на рынке.

В рамках анализа сопряженности признаков указанные переменные были скомбинированы со следующими признаками: оправдала ли компания ожидания аналитиков или нет, показала ли компания в текущем периоде прибыли или, напротив, убытки. Анализ сопряженности поможет понять, существует ли связь между предполагаемыми причинами и данными последствиями, то есть имеет ли место управление ожиданиями на рынке.

Третий способ выявления управления ожиданиями состоит в тестировании прогнозов аналитиков на рациональность и основывается на предположении, что в случае отсутствия вмешательства со стороны менеджеров аналитики формируют рациональные прогнозы. Другими словами, ожидаемое значение ошибки прогноза равно нулю. Математически это предположение можно выразить при помощи ряда формул. Прогноз аналитика о размере прибыли на акцию в конце текущего периода выражается формулой 10:

$$F[EPS_t] = EPS_t - \varepsilon_t, \quad (10)$$

где $F[EPS_t]$ – это прогноз по прибыли на текущий период, EPS_t – фактическая прибыль на акцию на конец текущего периода, ε_t – ошибка прогноза. Следовательно,

$$\varepsilon_t = EPS_t - F[EPS_t] \quad (11)$$

Согласно приведенному определению рациональности ожиданий, имеем следующее равенство:

$$E[\varepsilon_t] = E[EPS_t - F[EPS_t]] = 0 \quad (12)$$

Таким образом, в рамках рассматриваемой модели предполагается следующее распределение ошибки прогноза:

$$\varepsilon_t \sim N(0, \sigma_\varepsilon^2) \quad (13)$$

Нормальное распределение ошибки является предположением, сделанным для того, чтобы обеспечить выполнение условий теоремы Гаусса-Маркова.

1. Название переменной взято из работы Brown, L., Higgins, H. (2005). Managers' forecast guidance of analysts: International evidence, Journal of accounting and Public Policy, 24 (2005) 280–299.

Гипотезы исследования

Учитывая определение рациональности аналитиков, а также предположение о распределении ошибки прогноза, были проведены три различных теста. На первом этапе исследования использован тест на систематичность ошибок прогнозов аналитиков в ходе сравнительного анализа распределений ошибок начального и конечного прогнозов. В ходе теста проверяются следующие гипотезы.

Гипотеза 1.1. Первоначальный прогноз аналитиков сделан без вмешательства менеджеров и отражает реальное восприятие компании аналитиками. Ошибки начальных прогнозов имеют нормальное распределение с нулевым математическим ожиданием, то есть:

$$\varepsilon_t^{begin} \sim N(0, \sigma_{\varepsilon^{begin}}^2) \quad (14)$$

Если данная гипотеза отвергается, это означает, что начальные прогнозы аналитиков содержат систематическую ошибку, которая отражает качества самих аналитиков. Примером таких качеств могут служить наивность ожиданий аналитиков, переоценка какой-либо информации, неверность используемых моделей и т.д.

Гипотеза 1.2. Ошибки конечных прогнозов имеют нормальное распределение с нулевым математическим ожиданием. То есть:

$$\varepsilon_t^{end} \sim N \quad (15)$$

Если первая гипотеза не отвергается, а вторая отвергается, это означает, что изначально аналитики рациональны, однако к концу периода они пересматривают свои ожидания, делая при этом систематически ошибки. В случае, когда распределение ошибок конечных прогнозов смещено вправо, это означает, что аналитики систематически занижают свои прогнозы к концу периода, что свидетельствует об управлении ожиданиями.

$$EPS_t = \alpha + \beta * F[EPS_t] + \varepsilon_t, \varepsilon_t \sim N(0; \sigma_{\varepsilon}^2) \quad (16)$$

На втором шаге применен *тест на рациональность аналитиков*, заключающийся в проверке коэффициентов регрессионной модели, представленной в уравнении (16) (записано в векторной форме, поэтому у переменных присутствует только временной индекс). Гипотеза также формулируется для начальных и конечных прогнозов.

Гипотеза 2.1. В уравнении (16) для начальных прогнозов коэффициенты имеют следующие значения.

$$\begin{cases} \alpha = 0 \\ \beta = 1 \end{cases}$$

Гипотеза 2.2. В уравнении (16) для конечных прогнозов коэффициенты имеют следующие значения.

$$\begin{cases} \alpha = 0 \\ \beta = 1 \end{cases}$$

Если гипотезы 2.1 и 2.2 не отвергаются, это означает, что ожидаемое значение прибыли равно прогнозу, сделанному аналитиками. Другими словами, ожидания аналитиков являются рациональными для обоих прогнозов.

На третьем шаге использован тест на учет аналитиками всей доступной информации по компании. Поэтому определяется значимость коэффициентов в следующей регрессионной модели (данная модель записана в векторной форме):

$$F[EPS_t] = \delta_0 + \delta_1 * EPS_{t-1} + \delta_2 * Error_{t-1} + \delta_3 * Return_t + \varepsilon_t, \forall i = 1, 2, 3 \dots T, \varepsilon_t \sim N(0; \sigma_{\varepsilon}^2), \quad (17)$$

где $Return_{t-1}$ – доходность акций прошлых периодов, $Error_{t-1}$ – ошибка конечного прогноза прошлых периодов.

Гипотеза 3.1. Коэффициенты δ_1 , δ_2 и δ_3 в уравнении (17) для начальных прогнозов являются значимыми.

Гипотеза 3.2. Коэффициенты δ_1 и δ_2 и δ_3 в уравнении (17) для конечных прогнозов являются значимыми.

Если гипотезы 3.1 и 3.2 не отвергаются, это значит, что аналитики используют ту информацию, которая имеется у них в распоряжении для формирования прогнозов. Вывод относительно степени рациональности аналитиков делается на основе результатов проверки всех шести гипотез. Предполагается, что гипотезы 1.1, 2.1 и 3.1 не будут отвергнуты, что означает, что начальные прогнозы являются рациональными. Гипотезы 1.2, 2.2 и 3.2 будут отвергнуты, что подтвердит предположение о нерациональности конечных ожиданий, так как они были сформированы под влиянием менеджеров. Также предполагается, что распределение ошибок конечных прогнозов имеет положительное математическое ожидание, то есть конечные прогнозы систематически занижаются.

Характеристики выборки

В качестве объекта исследования были выбраны 200 крупнейших по капитализации российских компаний, торгующихся на ММВБ. Исследуемый период составляет восемь лет: с 2005 по 2012 год, включая кризисный год, поэтому в целях детализации анализа период разделен на три части: докризисный (2005–2007 гг.), кризисный (2008 г.) и посткризисный (2009–2012 гг.). В качестве источника информации служит база данных Bloomberg. Группировка по отраслям была проведена на основе классификации Bloomberg первого уровня (диаграмма 1). Все фундаментальные показатели взяты с годовой частотой, значения консенсус-прогнозов аналитиков – с месячной. В целях учета инфляционного влияния данные используются в долларовом исчислении.

Распределение 200 крупнейших российских компаний по отраслям

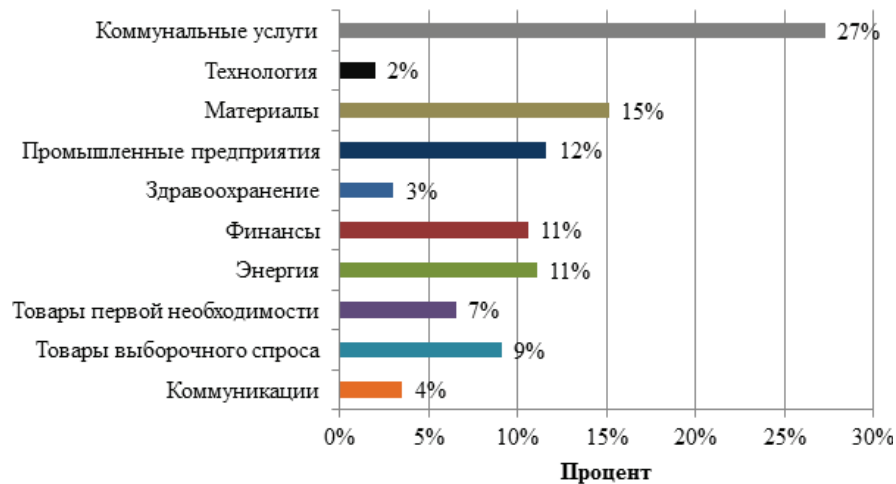


Диаграмма 1. Распределение 200 крупнейших компаний по отраслям согласно классификации Bloomberg первого уровня

Источник: Рассчитано на основе данных Bloomberg.

Описание исследуемых переменных приведено в таблице 1. Прогнозные показатели отражают ежемесячный пересмотр прогноза, сделанного в текущем году, на конец текущего года. Сформированы соответствующие каждому году прогнозы, сделанные в начале (первый доступный в рассматриваемом году прогноз) и в конце периода (последний доступный прогноз на рассматриваемый год). Обычно конечный прогноз выпускается в следующем после прогнозируемого года перед раскрытием годовой отчетности. В среднем по российским компаниям это март-апрель следующего года. В случае когда по компании выходил только один прогноз за год, наблюдение удалялось из выборки.

Переменные для модели исследования

Название переменной	Обозначение переменной в базе данных Bloomberg
Чистая прибыль	is_comp_net_income_adjust
Чистая прибыль на акцию	is_comp_eps_adjusted
Средневзвешенные затраты на капитал	wacc
Совокупные активы	bs_tot_assets
Балансовая стоимость основного капитала	bs_gross_fix_asset
Обратный мультипликатор В/Р ^{1*}	market_capitalization_to_bv
Мультипликатор Р/Е ^{2*}	pe_ratio
Бета	beta_raw_overridable
Прогноз прибыли на акцию компании на текущий год, сделанный в текущем году	best_eps
Прогноз долгосрочного роста прибыли на акцию компании на текущий год, сделанный в текущем году	best_ltg_eps
Цена акции	px_last

Источник: Bloomberg

Рассчитаны следующие переменные: ошибка прогноза на начало периода, ошибка прогноза на конец периода, пересмотр прогноза. Ошибка прогноза на начало периода – разница между реальным показателем и соответствующим прогнозом на начало периода, разделенная на реальный показатель. Ошибка прогноза на конец периода была рассчитана аналогичным образом. В качестве переменной пересмотра прогноза была рассмотрена разность между прогнозом на конец периода и прогнозом на начало периода, разделенная на прогноз на конец периода. Также была создана бинарная переменная, равная единице, если пересмотр прогноза был в сторону понижения, и равная нулю в любом другом случае. Для графического анализа была посчитана переменная, отвечающая за темп роста чистой прибыли по отношению к предыдущему году.

При анализе выборки был исключен ряд экстремальных значений переменных: удалены значения, входящие в первый и последний перцентили соответствующих распределений, а также переменные, входящие в первые и последние пять перцентилей, были винсоризованы². Согласно описательным статистикам, в среднем на российском рынке наблюдались следующие тенденции. Период с 2005 по 2007 годы характеризовался тем, что и в конце, и в начале периода аналитики были оптимистичны, однако пересмотр прогноза к концу периода был в сторону понижения. Также в это время наблюдалась положительная динамика прибыли. Период с 2009 по 2012 год отличался от докризисного тем, что, несмотря на оптимизм в начале периода, к его концу аналитики были пессимистичны, что характеризуется положительной ошибкой прогноза. В кризис 2008 года компании в среднем продемонстрировали отрицательный прирост прибыли. Ожидания аналитиков в начале периода были завышенными, однако к его концу ошибка прогноза была близка к нулю. Для всех временных отрезков характерно уменьшение абсолютного значения ошибки прогноза к концу периода, а также уменьшение дисперсии ошибки. Это свидетельствует о том, что к концу года аналитики располагают большим количеством информации о деятельности компании, что позволяет им сделать более точные прогнозы.

1*. Мультипликатор отношения балансовой стоимости компании к ее рыночной стоимости.

2*. Мультипликатор отношения рыночной стоимости компании к ее прибыли.

2. Винсоризация переменных в данном случае означает замену 5% наибольших и 5% наименьших переменных наибольшим и наименьшим значением из оставшегося массива данных, соответственно.

Результаты выявления использования рыночных ожиданий в управлении российскими компаниями

Результаты графического анализа выявления управления ожиданиями на российском рынке

Исследованы доли компаний, оправдавших ожидания аналитиков, и компаний, показавших положительный прирост прибыли по сравнению с предыдущим периодом. Сравнительная динамика данных показателей за 2005–2012 годы представлена на графике 1.



График 1. Сравнительная динамика долей компаний, оправдавших ожидания, и компаний, имевших положительный прирост прибыли по сравнению с предыдущим годом (2005–2012 гг.).

Источник: Рассчитано на основе данных Bloomberg.

В целом динамика доли компаний, оправдавших ожидания, повторяет динамику доли компаний, показавших положительный прирост чистой прибыли. Основное отличие заключается в том, что динамика доли компаний первой группы характеризуется более резкими падениями и подъемами. Это говорит о том, что данная доля объясняется чем-то еще помимо динамики прибыли. Примечательным является резкий рост доли компаний, соответствующих ожиданиям, в 2009 году, при том что рост доли компаний с положительным приростом прибыли не был столь стремительным. С одной стороны, это можно объяснить посткризисным пессимизмом аналитиков. С другой стороны, это может свидетельствовать о применении менеджерами управления ожиданиями либо управления прибылью. Примечательным является также тот факт, что, согласно описательным статистикам, пересмотр оптимистичных ожиданий в начале периода в сторону пессимизма к концу периода появился после кризиса 2008 года. Таким образом, на основе графического анализа и анализа средних показателей можно сделать вывод, что на российском рынке присутствуют определенные признаки управления ожиданиями, однако для более точных выводов необходим дальнейший анализ.

Результаты анализа сопряженности признаков

На следующем шаге исследована степень сопряженности следующих пар переменных: BGUI-MGUI, BGUI-MEET, DOWN-MEET, MGUI-loss, BGUI-loss, refor_down-MEET. Переменная loss представляет собой бинарную переменную, равную единице, если фирма в текущем году показала убытки, и нулю в любом другом случае. Переменная refor_down также является бинарной переменной, равной единице в том случае, если аналитики пересмотрели свой прогноз по компании в сторону понижения, и нулю в любом другом случае. Соответствующие таблицы сопряженности были построены для всего рассматриваемого периода, для всего периода без кризисного 2008 года, для периода 2009–2012 годов и отдельно для 2010–2012 годов. Таблицы сопряженности не строились для докризисного периода 2005–2007 годов, так как в этом периоде было доступно недостаточное для анализа количество наблюдений

(таблицы 2–5). Также не рассматривались таблицы сопряженности для пары переменных MGUI-MEET, так как переменная MGUI построена на основе MEET, что обеспечивает высокий коэффициент сопряженности для данной пары. В итоге значимая взаимосвязь была получена для пар переменных BGUI-MGUI, BGUI-MEET для всех периодов, а также для пары BGUI-loss за период 2005–2012 годов. Часть полученных таблиц со значимой взаимосвязью представлена ниже.

Согласно проведенному анализу сопряженности признаков, переменные MGUI и BGUI примерно одинаково отслеживают факт отсутствия управления ожиданиями, однако переменная BGUI ловит всего 27% случаев манипуляций со стороны менеджеров от случаев, пойманных переменной MGUI. Таким образом, эти две спецификации переменных не являются идентичными. Из таблицы 2 видно, что количество фирм, не использовавших управление ожиданиями и оправдавших прогнозы аналитиков, составляет 50% от общего числа рассматриваемых компаний. При этом более 90% компаний, использовавших управление ожиданиями, соответствовали прогнозам аналитиков. Данный факт соотносится с теорией управления ожиданиями и свидетельствует о довольно точном отображении этого феномена при помощи переменной BGUI. Также переменная BGUI показывает свою состоятельность при анализе сопряженности с переменной loss. Как показывают исследования, фирмы, несущие убытки, менее склонны управлять ожиданиями (Matsumoto, 2002). Анализ сопряженности BGUI и loss показывает, что только 7,46% фирм, несущих убытки, использовали управление ожиданиями, что соотносится с выводами предыдущих работ. Результаты анализа сопряженности за другие периоды представлены в таблицах 3–5.

В общем и целом анализ сопряженности признаков показал, что переменные, выбранные для отслеживания управления ожиданиями на российском рынке, соотносятся с теоретическими предположениями относительно их поведения. Значимость и тип сопряженности переменных MGUI и BGUI, BGUI и MEET сохраняется для всех рассматриваемых временных отрезков. Более того, теоретическая состоятельность переменных увеличивает вероятность того, что на российском рынке присутствует управление ожиданиями.

Таблица 2

Результаты анализа сопряженности признаков за период 2005–2012 гг

		BGUI	
MGUI		0	1
	0	90,78%	9,22%
	1	72,73%	27,27%

		MEET	
BGUI		0	1
	0	49,12%	50,88%
	1	8,96%	91,04%

Всего наблюдений:	272
chi2(1) = 13,86 Pr > chi2 = 0,0002	

Всего наблюдений:	578
chi2(1) = 38,70 Pr > chi2 = 0,000	

		Loss	
BGUI		0	1
	0	84,93%	15,07%
	1	92,54%	7,46%

Всего наблюдений:	578
chi2(1) = 2,81 Pr > chi2 = 0,0934	

Источник: Рассчитано на основе данных Bloomberg.

Результаты анализа сопряженности признаков, 2005–2012 гг., за исключением 2008 г

		BGUI	
		0	1
MGUI	0	90,42%	9,58%
	1	73,02%	26,98%
Всего наблюдений:		230	
chi2(1) = 11,27 Pr > chi2 = 0,0008			

		MEET	
		0	1
BGUI	0	48,28%	51,72%
	1	10,17%	89,83%
Всего наблюдений:		496	
chi2(1) = 30,69 Pr > chi2 = 0,0000			

Источник: рассчитано по данным Bloomberg.

Таблица 4

Результаты анализа сопряженности признаков, 2009–2012 гг

		BGUI	
		0	1
MGUI	0	89,73%	10,27%
	1	74,51%	25,49%

		MEET	
		0	1
BGUI	0	48,58%	51,42%
	1	12,50%	87,50%

Всего наблюдений:		197	
chi2(1) = 7,18 Pr > chi2 = 0,0074			

Всего наблюдений:		287	
chi2(1) = 18,23 Pr > chi2 = 0,0000			

Источник: рассчитано в по данным Bloomberg

Таблица 5

Результаты анализа сопряженности признаков, 2010–2012 гг

		BGUI	
		0	1
MGUI	0	91,92%	8,08%
	1	78,72%	21,28%

		MEET	
		0	1
BGUI	0	51,65%	48,35%
	1	10,34%	89,66%

Всего наблюдений:		146	
chi2(1) = 5,13 Pr > chi2 = 0,0235			

Всего наблюдений:		211	
chi2(1) = 17,18 Pr > chi2 = 0,0000			

Источник: рассчитано по данным Bloomberg

Таким образом, на первом этапе исследования установлено, что управление ожиданиями присутствует в деятельности менеджмента российских публичных компаний. В наибольшей степени компании стали применять его после кризиса 2008 года. Наличие управления ожиданиями подтверждается тем, что прогнозы аналитиков на российском рынке не являются рациональными. Динамика доли компаний, оправдавших ожидания, не объясняется полностью динамикой прибыли. В наибольшей степени данное различие проявляется в посткризисный период.

В последующих частях исследования мы покажем гипотезы и результаты тестирования мотивов управления ожиданиями и характеристик российских компаний, следующей такой политике.

Список использованной литературы

1. Ивашковская И.В. Моделирование стоимости компании. Стратегическая роль советов директоров. М.: ИНФРА-М, 2009..
2. Athanasakou, V., Strong, N., Martin, W. (2011), The market reward for achieving analysts' earnings expectations: does managing expectations or earnings matter?, Journal of Business Finance and Accounting, 38(1) & (2) (2011) 58–94.
3. Bartov, E., Givoly, D., Hayn, C. (2002), The reward to meeting or beating earnings expectations. Journal of Accounting and Economics, 33 (2002) 172–204.

4. Bradshaw, M. (2011), Analysts' forecasts: what do we know after decades of work? URL: <http://ssrn.com/abstract=1880339>.
5. Brown, L., Higgins, H. (2005), Managers' forecast guidance of analysts: International evidence, *Journal of accounting and Public Policy*, 24 (2005) 280–299.
6. Bulkley, G., and Harris, R. (1997), Irrational analysts' expectations as a cause of excess volatility in stock prices. *The Economic Journal*, 107 (1997) 359–371.
7. Copeland, T., Dolgoff, A., Moel, A. (2004), The role of expectations in explaining the cross-section of stock returns, *Review of Accounting Studies*, 9 (2004) 149–188.
8. Cotter, J., Tuna, I., Wysocki, P. (2006), Expectations management and beatable targets: how do analysts react to explicit earnings guidance?. *Contemporary Accounting Research*, 3(23) (2006) 593–624.
9. Koh, K., Matsumoto, D., Rajgopal, S. (2008), Meeting or beating analyst expectations in the post-scandals world: changes in stock market rewards and managerial actions, *Contemporary Accounting Research*, 4(25) (2008) 1067–1098.
10. La Porta, R. (1996), Expectations and the cross-section of stock returns, *The Journal of Finance*, 5(LI) (1996) 1715–1742.
11. Matsumoto, D. (2002). Management's incentives to avoid negative earnings surprises. *The Accounting Review*, 3(77) (2002) 483–514.
12. Sankaraguruswamy, S., Sweeney, R. (2005), Earnings management and expectations management: implications for analyst rationality. URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=683041.

ИНДИКАТИВНЫЙ ПОДХОД К ОПРЕДЕЛЕНИЮ
БАНКОВСКИХ КРИЗИСОВ В РОССИИ*Киселев В. Ю.¹*

В данной статье представлен подход построения индикатора финансовой нестабильности в банковском секторе на базе индексов структурных изменений в агрегированном балансе кредитных организаций. Подобный инструмент позволяет через индикативный подход конкретизировать понятие банковского кризиса. Данный индикатор может также быть использован при моделировании банковских кризисов.

В работе содержится определение понятия «банковские кризис», под которым автор понимает, такое событие в банковском секторе, в результате которого возникает угроза прекращения его непрерывной деятельности (целиком, либо его существенной части), преодолеть которую самостоятельно без поддержки извне (со стороны правительства, органов регулирования, собственников и инвесторов) банки могут лишь ценой существенных потерь в капитале.

Основной тезис автора заключается в утверждении, что в результате банковского кризиса происходят существенные изменения структуры банковского баланса. В работе приведен краткий обзор изменений в банковском секторе России в период 1992-2013 и отмечены характерные трансформации в структуре банковского бизнеса.

Расчетная часть работы построена на базе данных официальной формы отчетности банковского баланса для коммерческих банков. Был произведен укрупненный расчет агрегированного баланса российского банковского сектора (13 разделов для активов и 15 разделов для пассивов). Индекс структурных изменений в балансе рассчитывался как среднее значение годового абсолютного изменения удельного веса каждого из разделов баланса. Индекс структурных изменений для активов и пассивов были построены отдельно. Также в качестве индикатора использовалось значение годовых темпов прироста прибыли банковского сектора.

Полученные результаты показали, что банковский кризис в 2008 г. повлек за собой существенные изменения в структуре баланса и изменил бизнес-модель банков. В этой связи есть основания для последующего использованного рассчитанного индекса в качестве индикатора банковского кризиса наряду с прочими показателями.

Ключевые слова: банковские кризисы, прогнозирование, системы раннего предупреждения, баланс банка, финансы.

JEL: C51, G32, G18.

Введение

На данный момент развитие российской экономики и ее банковского сектора связано с определенными трудностями. Финансовая устойчивость большинства банков находится на допустимом уровне, однако состояние внешней среды ухудшается: наблюдается замедление темпов экономического роста, отток капитала, ухудшение состояния платежного баланса, рост просроченной задолженности и ссуд сомнительного качества, увеличение числа банкротств предприятий. Перечисленные факты дают экспертам достаточно оснований говорить о так называемой «второй волне кризиса». Определение степени подверженности банковского сектора кризису является актуальной проблемой для экономики в целом, в том числе для корпоративного сектора.

Модели, предсказывающие банковский кризис, ориентируются на опыт, извлекаемый из предыдущих кризисов, т.е. текущая ситуация сравнивается с предкризисной за предыдущие наблюдения. На основании имеющихся статистических наблюдений делается вывод о возможности повторения кризиса в ближайшее время.

1. Аспирант НИУ ВШЭ, департамент финансов.

Недостатки подобного подхода очевидны: кризис может быть вызван совершенно различными факторами, и сценарии его развития могут быть различны. С другой стороны, нельзя полностью игнорировать метод, позволяющий извлекать общие закономерности из накопленного опыта. Отмечен определенный прогресс в исследованиях подобного типа применительно к кризисам.

В качестве отдельной задачи в рамках построения прогнозных моделей банковского кризиса необходимо выделить проблему эмпирического определения банковского кризиса. В данной области не существует сформировавшегося подхода, и большинство исследователей полагаются на оценки, основанные на экспертном суждении. По нашему мнению, установление количественных оценок банковского кризиса, определяемых эмпирическим путем, позволит усовершенствовать имеющиеся модели, прогнозирующие банковский кризис.

Банковский сектор в экономике России в период 1992–2013 гг

В развитии российского банковского сектора в предшествующие годы можно выделить отдельные этапы развития с характерными для каждого периода времени факторами финансовой напряженности.

Банковский сектор в экономике России можно рассматривать в качестве самостоятельного субъекта начиная с момента создания соответствующей законодательной базы, то есть с момента вступления в силу в 1992 г. закона «О банках и банковской деятельности». Поскольку удельный вес банковского сектора в экономике был не столь значительным, а у банков имелся доступ к ресурсам со стороны Банка России в виде централизованных кредитов, в тот период банковский сектор в наименьшей степени был подвержен кризису по сравнению с предприятиями промышленности, социальной сферы и государственными финансами. Характерной особенностью ведения банковского бизнеса в тот период была специализация на кредитно-посреднических операциях и краткосрочном кредитовании (его доля в кредитном портфеле превышала 90%). Повсеместным явлением было также активное финансирование банком собственников и пайщиков банка. Долгосрочному кредитованию препятствовали высокие инфляционные риски, постоянный экономический спад и низкая концентрация банковского сектора, не позволяющая банкам в одиночку аккумулировать крупные суммы для финансирования инвестиций в основные фонды.

Последовательное стремление справиться с высокими инфляционными темпами и одновременно решить задачу бюджетного дефицита способствовали развитию рынка государственных долговых бумаг. В условиях стабилизации курса рубля и высоких ставок на денежном рынке данный инструмент стал рассматриваться как привлекательный для иностранных инвесторов. Предпосылки для кризиса в банковском секторе возникли, например, в 1994 г., когда средства, выделенные правительству Банком России для кредитования бюджетного дефицита, оказались на валютном рынке, спровоцировав тем самым дестабилизацию и резкого падение курса рубля.

Динамичное развитие рынка государственных долговых бумаг было связано с покрытием выплат по долгу за счет выпуска новых бумаг. Растущее недоверие инвесторов к развивающимся рынкам в условиях азиатского кризиса приостановило приток средств на российский денежный рынок на рубеже 1997–1998 гг. Сворачивание рынка ГКО вызвало проблемы с ликвидностью в банковском секторе. На фоне дефолта государственных бумаг и падения курса рубля произошел набег вкладчиков на банки и отток депозитов населения. Проблемы качества кредитного портфеля в банковском секторе при недостатке капитализации привели к банкротству ряда крупнейших банков.

Растущий государственный долг, как внутренний, так и внешний, привел к объявлению дефолта. Моментально кризис распространился на банковскую систему. Это был наиболее тяжелый кризис за время существования российской банковской системы. Характерно, что банки из среднего сегмента сохранили лучшие показатели ликвидности во время кризиса 1998 г., чем крупнейшие банки, которые были допущены к рынку ГКО.

Начало 2000-х гг. характеризовалось экономическим ростом и развитием банковского сектора. К ситуации финансовой напряженности можно отнести эпизод роста ставок на межбанковском рынке в 2004 г., спровоцированный банкротствами нескольких банков и приведший к кратковременному свертыванию межбанковского рынка и к недостатку средств, прежде всего для мелких и средних банков. Годом позже была введена система страхования вкладов, которая в определенной степени снизила риски набега на банки. До 2008 г. отмечалось динамичное расширение финансового сектора – активно развивалась деятельность небанковских финансовых посредников, в том числе страховых компаний, негосударственных паевых инвестиционных фондов и паевых инвестиционных фондов. Основным профилем банковского бизнеса стало развитие кредитных операций, предоставление кредитов реальному сектору экономики. Основным источником фондирования стали средства, привлеченные от организаций, также отмечалось снижение концентрации на рынке вкладов физических лиц. Особую роль стали играть облигационные заимствования компаний, а также российский фондовый рынок. Характерным признаком стало активное расширение присутствия иностранного капитала в российской экономике. Государство в свою очередь перестало быть нетто-заемщиком для банковского сектора.

Во второй половине 2007 г. обострилась ситуация с дефицитом ликвидности на мировых финансовых рынках. Потери крупнейших финансовых институтов по вложениям в инструменты субстандартной ипотеки в США привели к глобальной переоценке рисков. В результате инвесторы ограничили операции со странами с формирующимися рынками, что оказало влияние и на российский рынок банковских услуг. Выросла стоимость привлечения внешних заимствований, которые стали недоступны многим банкам.

На фоне нестабильности внешних финансовых рынков во второй половине 2008 г. произошел отток средств иностранных инвесторов. Одновременно снизились цены на российские экспортные товары. Произошло масштабное снижение котировок российского фондового рынка. Напряженность в банковском секторе отразилась прежде всего на межбанковском рынке – возник дефицит ликвидности в банковском секторе, а также появилась угроза оттока вкладчиков.

В дальнейшем банковский сектор столкнулся с необходимостью провести переоценку рисков в связи с ожиданием экономического спада и нарастания проблемы плохих долгов. Пересмотр банками оценки финансового состояния заемщиков сказался в свою очередь на темпах кредитования реального сектора, что в определенной мере усугубило проблему восстановления экономического роста.

К концу 2013 г. несколько возросла напряженность на межбанковском рынке в связи с активизацией отзыва лицензий – доступ к ликвидности малым и средним банкам оказался ограничен. Также к концу года был отмечен переток депозитов вкладчиков в крупнейшие государственные банки. Дальнейшие перспективы банковского сектора зависят от величины сформированных банками собственных средств, которые в период экономического спада могут абсорбировать потери сектора а также от решений, связанных с поиском новой модели экономического роста в России в условиях глобальной финансовой нестабильности.

Суммируя вышесказанное, условно в российском банковском секторе можно выделить несколько периодов развития с характерными ключевыми показателями, отражающими напряженность в финансовом состоянии банковского сектора (табл. 1).

Таблица 1

Периоды развития российского банковского сектора

Период	Основные характеризующие показатели	Показатели (маркеры) кризиса
Функционирование в период экономической рецессии (1992–1998)	Низкий уровень достаточности капитала, высокий уровень просрочки кредитного портфеля, высокая доля вложений в государственные бумаги	Банкротство банков, ставки на межбанковском рынке, ставка резервирования, объем средств, предоставленных банкам, банкротство банков, отток депозитов

Период экономического роста, обеспеченного благодаря росту экспорта (2000–2008)	Рост корпоративного кредитного портфеля, привлечение иностранного капитала,	Ставка на межбанковском рынке, помощь банковскому сектору, снижение банковской прибыли, рост просроченной задолженности
Функционирование в условиях замедления темпов экономического роста (2009–2013) и глобальной финансовой неустойчивости	Рост потребительского кредитования, ужесточение требований к собственным средствам и резервам со стороны органов регулирования	Рост неработающих ссуд, замедление темпов роста кредитного портфеля юридическим лицам, снижение рентабельности капитала

Таким образом, на основании исторических наблюдений сформируем базовый перечень маркеров банковского кризиса, т.е. показателей, сопровождающих банковский кризис:

- напряжение на межбанковском рынке (резкий рост ставок межбанковского рынка по сравнению со ставкой рефинансирования);
- предоставление банком дополнительной ликвидности от Банка России;
- абсолютный отток по одному из источников фондирования (обязательства перед нерезидентами, депозиты населения, средства организаций);
- резкое сокращение прибыли организаций по сравнению с аналогичными показателями за предыдущий период.

Понятие и определение банковского кризиса

Несмотря на значительное количество литературы, посвященной проблематике банковского кризиса, строгого формального и общеприменимого определения данного явления не выработано. Ниже приведены разработанные для практического применения определения из зарубежных источников.

В работе Каприо и Клингбил (Caprio & Klingebiel, 2003) банковский кризис определяется как состояние, в котором совокупное благосостояние банковского сектора представляет собой отрицательную величину. Таким образом, ущерб от банковского кризиса распределяется на прочих экономических агентов – либо на государство, оказывающее поддержку банковскому сектору, либо на прочие заинтересованные стороны (stakeholder), которым приходится также или оказывать поддержку банковскому сектору, или нести прямые потери.

В статье Демиргус-Кант и Детрагич (Demirguc-Kunt & Detragiache, 2005) усовершенствован критериальный подход к определению системного банковского кризиса – банковский кризис фиксируется в тот момент, когда наблюдается одно из следующих событий:

- доля неработающих ссуд составляет 10% от кредитного портфеля и более;
- стоимость поддержки, оказываемой банковскому сектору, составляет 2% ВВП и более;
- на фоне негативных событий в банковском секторе происходит масштабная национализация банковского сектора;
- наблюдается набег на банки или меры, способные его сдержать: заморозка депозитов, банковские каникулы; гарантии по депозитам правительства.

Из приведенного выше описания видно, что критериальный подход к определению банковского кризиса достаточно гибкий, поскольку исследователю можно задать любой набор желаемых условий. Однако некоторые из обозначенных выше условий в качестве определения банковского кризиса могут быть спорными. Например, высокий процент неработающих ссуд (допустим, даже 10%) может успешно покрываться доходами от прочих ссуд.

На практике широкое распространение получило экспертно-критериальное определение банковских кризисов, разработанное экспертами Международного валютного фонда. Экспертная оценка МВФ к определению банковского кризиса строится на основании экспертных суждений, основанной на фактах финансовой и экономической деятельности. Достаточно подробно суть подхода раскрыта в работах экспертов МВФ (см., в частности, работы Левен и Валенсия (Laeven & Valencia, 2012)). Как правило, при установлении факта банковского кризиса в различных странах экспертами МВФ упоминаются ситуации, когда банковский сектор подвержен таким явлениям, как набег на банки, крупные потери или ликвидация кредитных

организаций, а также регулятивные меры, предпринимаемые в ответ на указанные негативные шоки для сектора. Масштабность финансовых потрясений в общем случае соизмеряется с ВВП исследуемой страны (пороговое значение в общем случае установлено на уровне 3–5%). Следует отметить, что эксперты используют термин «системный банковский кризис», а также наряду с банковским кризисом проводят мониторинг валютного и долгового кризиса.

На текущий момент информацию о явлениях, классифицированных как банковский кризис, согласованную с позицией МВФ, можно получить из разных источников (Laeven, 2010; Laeven & Valencia, 2008). Авторы приводят следующие определение системного банковского кризиса: «При системном банковском кризисе наблюдаются массовые затруднения компаний в финансовом и корпоративном секторе по исполнению своих обязательств в установленные сроки, сопровождаемых большим количеством дефолтов. В результате объем просроченной задолженности резко увеличивается и совокупный капитал банковской системы практически полностью исчерпывается. Ситуация также может сопровождаться снижением стоимости таких активов, как акции и недвижимость, по которым наблюдался рост до кризиса, повышением реальных процентных ставок, сокращением или оттоком капитала из экономики. В некоторых случаях банковский кризис возникает по причине набега вкладчиков на банки, хотя в большинстве случаев набег на банки является следствием системных проблем финансовых институтов» (Laeven & Valencia, 2008, с. 5).

Индикативный подход к определению банковского кризиса

Понятие банковского кризиса, принятое в работе

Под банковским кризисом автор понимает такое событие в банковском секторе, в результате которого возникает угроза прекращения его непрерывной деятельности (целиком, либо его существенной части), преодолеть которую самостоятельно, без поддержки извне (со стороны правительства, органов регулирования, собственников и инвесторов) банки могут лишь ценой существенных потерь в капитале. Следствием банковского кризиса является последующая смена модели бизнеса, в том числе изменение в пропорциях источников и вложений ресурсов.

На основании данных финансовой отчетности, предоставляемой кредитными организациями в Банк России, баланс кредитных организаций был агрегирован и представлен в разрезе определенных групп активов и пассивов (см. табл. 2).

Таблица 2

Группировка баланса кредитных организаций для расчета индекса

Группировка активов	Группировка пассивов
Денежные средства	Капитал и фонды
Счета в Банке России	Прибыль
Счета в кредитных организациях (далее – КО) резидентах	Кредиты Банка России
Счета в КО-нерезидентах	Счета кредитных организаций (КО) – резидентов
Облигации	Счета КО - нерезидентов
Акции	Кредиты от КО-резидентов
Векселя	Кредиты от КО-нерезидентов
Вложения в дочерние общества и прочие участие в капитале	Средства (депозиты и проч. счета) от юридических лиц-резидентов
Требования к юридическим лицам-резидентам	Средства от государственных органов и государственных фондов
Требования к государственным органам и гос. фондам	Средства от финансовых компаний
Требования к финансовым компаниям	Средства от юридических лиц-нерезидентов
Требования к юридическим лицам-нерезидентам	Средства от физических лиц

Основные средства	Облигации
Прочие активы	Векселя
	Резервы
	Прочие пассивы

Индексы изменения активов и пассивов соответственно рассчитываются как сумма абсолютных (по модулю) изменений долей каждой позиции в активах (пассивах) по отношению к доле данной позиции за аналогичный период предыдущего года (рис. 1). Таким образом, данные индексы представляет собой оценку годового изменения структуры баланса кредитных организаций. Индекс изменения структуры баланса (рис. 1) представляет рассчитывается следующим образом:

$$Index = \left(\sum_{i=1}^n \frac{|w_t^i - w_{t-12}^i|}{w_{t-12}^i} \right) / n \quad (1)$$

где:

w_t^i – удельный вес (w) в структуре баланса определенной группы (i) активов или пассивов на начало месяца (t),

n – количество групп активов и пассивов.

Данный индекс позволяет определить, насколько в среднем изменяется удельный вес той или иной группы активов или пассивов в структуре агрегированного баланса банковского сектора.

Также в соответствии с предлагаемым определением кризиса был рассчитан годовой темп прироста прибыли банковского сектора:

$$P_{Index} = \frac{P_t}{P_{t-12}} - 1 \quad (2)$$

где P_t – суммарная накопленная прибыль банковского сектора (по балансу) за все периоды на отчетную дату.

Индекс изменения структуры рассчитывался отдельно для активов и пассивов. Результаты расчета индекса и темпов прироста прибыли представлены на рисунке 1.



Рисунок 1. Индекс изменения структуры баланса банковского сектора

На основании построенных индексов можно утверждать, что финансовый кризис 2008 г. сопровождался значительными изменениями в структуре баланса кредитных организаций и одновременным снижением показателя прибыльности. В дополнение к фиксированию изменений непосредственно в момент кризиса (III квартал 2008 г.) его последствия также были выражены в изменении структуры, что говорит о последующей переориентации модели развития банковского бизнеса в целом по сектору в 2009–2010 гг.

Приведем ниже комментарии по отдельным локальным максимальным значениям индекса в части активов и пассивов.

- *Начало 2008 г.* Наблюдается сокращение фондирования за счет средств физических лиц, которое компенсируется через приток средств от банков-нерезидентов.
- *Середина 2008 г.* В активах происходит значительное перераспределение средств банковского сектора со счетов в Банке России, а также из портфеля ценных бумаг в пользу кредитного портфеля по всем группам, за исключением требований, в особенности по требованиям к ЮЛ-резидентам. Также наблюдается существенное сокращение уровня капитализации банковского сектора.
- *III квартал 2008 г.* Резко увеличивается доля средств, предоставленных Банком России в пассивах банковского сектора, одновременно наблюдается сокращение доли средств юридических лиц. Также продолжается тенденция сокращения доли средств физических лиц.
- *2-е полугодие 2009 г.* Формируется тренд на фондирование за счет вкладов физических лиц, которые замещают средства, ранее предоставленные Банком России (их доля сокращается в той же пропорции, в которой растет удельный вес вкладов физических лиц).
- *Период 2012–2013 гг.* Характеризуется возобновлением роста фондирования кредитных организаций со стороны Банка России, которое наблюдалось в 2012 г., а также к концу 2013 г. Продолжается относительное сокращение фондирования за счет средств юридических лиц. Со стороны активов начиная со второй половины 2013 г. следует отметить плавное замедление относительного прироста доли кредитов физическим лицам, вызванное в том числе ужесточением регулятивных требований к сектору потребительского кредитования.

Выводы

Построенный индикатор, улавливающий существенные изменения в структуре баланса банковского сектора и индексом годового прироста прибыли банковского сектора зафиксировал кризис 2008 г., а также обозначил период окончания фазы кризиса 2008 г.: к началу 2010 г. сформировались иные пропорции в балансе банковского сектора.

К очевидным недостаткам данного метода можно отнести возможность изменения в правилах бухгалтерского учета и плана счетов. Поэтому в нашем исследовании мы ограничены 2007 г., датой внесения последнего обновления в план счетов, введенных с 2007 г.

Видно, что в посткризисный 2009 г. наблюдались изменения в бизнес-модели банковского сектора России, который в значительной степени переориентировался на работу с физическими лицами. Исходя из показателей индекса, текущее состояние банковского сектора можно охарактеризовать как стабильное, но вместе с тем в ближайшем будущем, скорее всего, банки столкнутся с необходимостью искать новые модели, обеспечивающие рост бизнеса.

Список литературы

1. Дробышевский С. М., Трунин П.В., Палий А.А, Кнобель А.Ю. Некоторые подходы к разработке системы индикаторов мониторинга финансовой стабильности // *Институт экономики переходного периода. Научные труды.* 2006. № 103Р.
2. Ершов М.В. Мировой финансовый кризис. Что дальше? М.: Экономика, 2011.
3. Стручевский А. Эмпирический анализ финансовых кризисов в России // *Экономический журнал ВШЭ.* 1998. № 2. С. 197–209.
4. Стручевский А.А. Макроэкономические предпосылки финансового кризиса 1998 г. // *Экономический журнал ВШЭ.* 1999. № 1. С. 82–100.
5. Трунин П.В. Методологические подходы к разработке и обоснованию индикаторов-предвестников финансовой нестабильности в России. М.: Институт экономики переходного периода, 2007.

6. Caprio, G., Klingebiel, D. (1996). Bank insolvencies: cross-country experience. The World Bank Policy Research Department, #1620.
7. Caprio, G., Klingebiel, D. (2003), Episodes of systemic and borderline financial crises. World Bank.
8. Demircuc-Kunt, A., Detragiache, E. (2005), Cross-Country Empirical Studies of Systemic Bank Distress: A Survey,# 05/96.
9. Laeven, L. (2010), Banking crises database. [В Интернете]. Available at: <http://www.lucleaven.com>.
10. Laeven, L., Valencia, F. (2012), Systemic banking crises database: an update. International Monetary Fund Working Paper.

Abstract

This article presents approach to build indicator for financial instability in the banking sector by constructing the indices of structural changes in its aggregate balance. From our view such approach promotes transformation the concept of banking crisis into numerical value.

In this article the term «banking crisis» is treated as event when appears the risk of stoppage the going concern in banking industry and banking sector not have enough resources to eliminate such risk independently without public or other kind of external support. The main thesis in this paper is that the consequence of banking crisis should cause sufficient changes of the banking balance structure. In order to find support for this concept we going briefly through the cases of the banking sector in Russia during 1992-2013 time period and describe the major changes in the structure of banking business.

The estimated part of the article based on data from official reporting form of banking balance for commercial banks on monthly basis starting from 2007. The aggregated balance of Russian banking sector in this article contains 13 items for assets side and 15 items for liability side. Index of structural changes estimated as average value of yearly absolute change in weight of item in balance sheet. Two indices for asset and liability sides of balance sheet were built separately. In addition the yearly growth rate of aggregate profit was calculated.

The results in the article has shown that banking crisis in 2008 caused the significant changes in balance sheet structure and banking business model in Russia.

Keywords: banking crises, forecasting, early-warning systems, finance, bank balance sheet, finance

JEL: C51, G32, G18

References

1. Caprio G., Klingebiel D. Bank insolvencies: cross-country experience. The World Bank Policy Research Department, 1996, #1620.
2. Caprio G., Klingebiel D. Episodes of systemic and borderline financial crises. World Bank, 2003.
3. Demirguc-Kunt A., Detragiache E. Cross-Country empirical studies of systemic bank distress: A survey, 2005, # 05/96.
4. Drobyshevskii S. M., Trunin P.V., Palii A.A, Knobel' A.Iu. Nekotorye podkhody k razrabotke sistemy indikatorov monitoringa finansovoi stabil'nosti [Some approaches to development of a system of financial stability monitoring indicators]. Institut ekonomiki perekhodnogo perioda. Nauchnye trudy. [Institute of transition economy. Proceedings], 2006, № 103R.
5. Ershov M.V. Mirovoi finansovyi krizis. Chto dal'she? [Global financial crisis. What further?] Moscow, Ekonomika, 2011.
6. Laeven L. Banking crises database, 2010. Available at: <http://www.lucleaven.com>.
7. Laeven L., Valencia F. Systemic banking crises database: an update. International Monetary Fund Working Paper, 2012.
8. Struchevskii A. Empiricheskii analiz finansovykh krizisov v Rossii [Empirical analysis of financial crises in Russia]. Ekonomicheskii zhurnal VShE [Economic journal of HSE], 1998, № 2, pp. 197–209.
9. Struchevskii A.A. Makroekonomicheskie predposylki finansovogo krizisa 1998 g. [Macroeconomic assumptions of the financial crisis of 1998]. Ekonomicheskii zhurnal VShE [Economic journal of HSE], 1999. № 1, pp. 82–100.
10. Trunin P.V. Metodologicheskie podkhody k razrabotke i obosnovaniuu indikatorov-predvestnikov finansovoi nestabil'nosti v Rossii [Methodological approaches to development and substantiation of leading indicators of financial instability in Russia]. Moscow, Institut ekonomiki perekhodnogo perioda [Institute of transition economy], 2007.

За прошедшие десятилетия было опубликовано большое количество научных работ по оценке влияния валютного риска на стоимость компаний. Исследования подтвердили, что валютный риск является одним из ценообразующих факторов. В данной работе прослеживается развитие моделей в рамках теории ценообразования активов и делается вывод, что для выявления влияния валютного риска на развитых и развивающихся рынках наиболее успешно использовались динамические или асимметричные международные модели ценообразования.

Подверженность влиянию валютного риска стала отдельной темой исследований. В научной литературе приводятся различные детерминанты подверженности. Экономисты прослеживают их влияние на чувствительность доходности акций к колебаниям валюты.

Исследования влияния валютного риска обладают определенной спецификой. В работе рассматриваются и классифицируются различные особенности моделей подверженности валютному риску, а также упоминаются детали эмпирического анализа на развивающихся рынках.

Ключевые слова: подверженность валютному риску, модели ценообразования, ценообразующий фактор, асимметричные модели, развивающиеся рынки.

JEL: G12, G15

Введение

После развала в 1973 году Бреттон-Вудской системы валюты начали сильно колебаться друг относительно друга. Курсы валют на четыре-пять лет отклонялись от значений, которые могли быть объяснены паритетом покупательной способности Фрут и Рогофф (Froot, Rogoff, 1995), что приводило к сильным изменениям денежных потоков компаний, а следовательно, сказывалось на их стоимости (Shapiro, 1974; Knetter, 1993; Froot and Klemperer, 1989). Для оценки влияния курсов валют на стоимость активов Солник (Solnik, 1974) разработал международную модель ценообразования активов (International CAPM), в рамках которой была предусмотрена диверсификация по странам и валютам. Важным фактором риска в International CAPM являлся валютный риск. При этом подверженность валютному риску определялась Адлер и Думас (Adler and Dumas, 1984) через чувствительность доходности активов к изменениям валютного курса.

Теоретические модели Мартсона (Marston, 2001) и Боднара и др. (Bodnar et al., 2002) предполагали существенное влияние валютного риска на доходность как транснациональных компаний, так и компаний, которые не проводят активных валютных операций (Adler and Dumas, 1984; Aggarwal and Harper, 2010). Однако работы Джориона (Jorion, 1990), Боднара и Джентри (Bodnar and Gentry, 1993), Амихуда (Amihud, 1994), Кампа и Голдберга (Campa and Goldberg, 1995) и других не выявили статистически значимой подверженности валютным рискам у американских компаний. В частности, Каролий и Стульц (Karolyi and Stulz, 2003) сделали вывод о том, что связь доходности акций и валютного риска меньше теоретически обоснованного уровня. Этот эффект был назван Бартрам и Боднар (Bartram, Bodnar, 2007) загадкой валютного курса (exchange-rate puzzle). Бартрам и др. (Bartram et al., 2010) объясняли этот феномен активным использованием инструментов хеджирования валютных рисков. Однако Фрэнсис и соавторы (Francis et al., 2008) предполагали, что совершенствование моделей поможет подтвердить теоретические предпосылки о влиянии валютного курса на динамику акций.

В данной работе описываются различные направления исследований, связанных с изучением подверженности валютным рискам, а также прослеживается связь методики таких исследований с развитием теории ценообразования. Отдельно отмечаются особенности моделирования подверженности валютному риску и опыт тестирования моделей на развивающихся рынках.

1. PhD, Доцент НИУ ВШЭ, научный сотрудник Лаборатории корпоративных финансов НИУ ВШЭ.

Фактор валютного риска в моделях ценообразования активов

Одними из первых Солник (Solnik, 1974), Серцу (Sercu, 1980), Адлер и Думас (Adler and Dumas, 1983) предложили использовать ковариацию доходности актива и валютного риска в качестве фактора в модели ценообразования активов. Подход исследователей был основан на теории арбитражного ценообразования (Arbitrage Pricing Theory) Росса (Ross, 1976). Примерно в это же время Харвей (Harvey, 1991) адаптировал САРМ Шарпа и Литнера (Sharp, 1963; Lintner, 1964) для случая международных рынков. Похожими предпосылками для эмпирического анализа пользовался и Джорион (Jorion, 1990), выбрав за основу модель САРМ и включив в нее изменения валютного курса в качестве дополнительной переменной. В следующей своей работе Джорион (Jorion, 1991) откорректировал модель, результаты тестирования которой выявили зависимость от валютного риска лишь у нескольких процентов американских компаний.

Совершенствование методологии исследования подверженности валютному риску и далее было тесно связано с развитием моделей ценообразования. Так, модель Джориона (Jorion, 1990) базировалась на не получившей эмпирического подтверждения модели САРМ, предполагающей эффективность рынка. Уже в 1973 году Мертон (Merton, 1973) при выводе межвременной модели ценообразования активов пришел к выводу о том, что для объяснения ожидаемой доходности требуется использование дополнительных факторов, описывающих состояние финансовой системы (state variables). Такие факторы могут объяснять будущие колебания доходности. После того как гипотеза об эффективности рынка не нашла своего подтверждения при тестировании на американском рынке, у Фамы и Френча (Fama, French, 1989) возникло предположение о возможности предсказывать поведение цен акций с помощью ряда факторов в долгосрочной перспективе. Одним из этих факторов, по мнению Бартов и Боднар (Bartov and Bodnar, 1994), являлся валютный курс. Авторы нашли подтверждение гипотезы о долгосрочном влиянии валютного курса на доходность компаний. Исходя из этого влияния, ряд авторов (Allayannis, 1996; Chow et al., 1997; Bodnar and Wong, 2003; Muller and Verschoor, 2007) предложили использовать для анализа влияния валютного курса более длинные интервалы, на которых появлялась возможность учесть долгосрочные эффекты влияния.

В пользу использования валютного риска как фактора в моделях ценообразования выступали также Думас и Солник (Dumas and Solnik, 1995), Де Сантис и Жерард (De Santis and Gerard, 1998), Карьерри и др. (Carrieri, Errunza and Majerbi, 2006). В частности, рядом авторов были обнаружены значительные премии за валютный риск, которые исчезали при анализе моделей на отраслевом уровне.

После публикации Фамы и Френча (Fama, French, 1992) широкая популярность многофакторных моделей коснулась и исследований подверженности валютному риску. Различное влияние валютного курса для компаний разного размера отмечали Хантер (Hunter, 2005), Кутмос и Мартин (Koutmos and Martin, 2007). Ровенхорст (Rouwenhorst, 1998) обнаружил «эффект момента» в международной модели ценообразования активов. Наряду с другими исследователями Хаффман и др. (Huffman et al., 2010) предложили включить доходность изменения валютного курса в трехфакторную модель Фамы-Френча (Fama, French, 1992). Авторы получили лишь незначительное увеличение значимости влияния валютного риска на доходность, но смогли сделать вывод о большей подверженности у небольших фирм, которые реже используют инструменты хеджирования.

Колари и соавторы (Kolari, Moorman, Sorescu, 2008) ввели в модель дополнительный фактор валютного риска другим способом, а именно через разность доходностей портфелей сильно и слабо подверженных валютному риску компаний. Однако Ду и Ху (Du, Hu, 2012) обнаружили, что данный фактор является «ложным» в смысле Левеллен и др. (Lewellen et al., 2010), то есть коррелирует с факторами размера и роста в трехфакторной модели. Имитирующие портфели (mimicking portfolios) использовались для оценки подверженности валютному риску и премии за него другими авторами, например Дойдж и др. (Doidge et al., 2006), Аггра-

вал и Харпер (Aggarwal, Harper, 2010). Так, Дойдж с соавторами строили портфели исходя из вовлеченности компаний в международную активность. Аггравал и Харпер, применив четырехфакторную модель (четвертый фактор – валютный курс), показали, что компании, работающие на внутреннем рынке США, также могут быть подвержены валютному риску.

Развивая идеи Мертона (Merton, 1973), многие исследователи (Janataan and Wang, 1996) заметили, что ковариация доходности актива и рыночного портфеля зависит от времени и определяется предыдущими значениями внешних факторов, которые могут быть включены в так называемую условную модель ценообразования. Об изменении во времени ковариации доходности актива с рыночным риском упоминали также Фама и Френч (Fama and French, 1997), Левеллин и Нагел (Lewellen and Nagel, 2005).

К похожим выводам пришли исследователи чувствительности к валютному риску. В частности, Бус и Ротенберг (Booth and Rotenberg, 1990), Аллаянис (Allayanis, 1999), Боднар и др. (Bodnar et al., 1998) отмечали, что подверженность валютным рискам меняется со временем и может описываться только динамическими моделями. Соответствующая международная динамическая версия модели ценообразования была представлена в работе Бекаерт и Харви (Bekaert and Harvey, 1995) и протестирована Доукас и соавторами (Doukas et al., 1999).

По аналогии с динамическими шоками, которые применяются в некоторых моделях ценообразования, Миллер и Реуер (Miller and Reuer, 1998) предлагали включать в модель величину валютных скачков. Таким образом, авторы учитывали в изменяющейся по времени подверженности валютным рискам зависимость от сильных колебаний валютных курсов.

Франсис и соавторы (Francis et al., 2008) объясняли загадку валютного курса некорректной спецификацией безусловных моделей и методологическими ошибками при тестировании. Авторы выдвинули гипотезу о том, что изменение во времени подверженности валютному риску происходит под воздействием меняющихся факторов, характерных для отдельной компании или индустрии.

Кэмпбэл и Волтенахо (Campbell and Vuolteenaho 2004) разработали модель ценообразования, в которой ковариация доходностей с факторами риска определялась через динамику внешних финансовых переменных. Примерно по такому же пути следовали Ду и другие (Du, Ng, Zhao, 2013), которые развили идеи Фрэнсис и другие (Francis et al., 2008) и предложили наряду с доходностью рыночного портфеля и изменениями валютного курса ввести два типа дополнительных переменных. Один тип переменных соответствовал специфическим для компании факторам, а второй – внешним для компании факторам. Причем оба типа влияли непосредственно на подверженность валютному риску. Чаиб и Мазотта (Chaieb and Mazzotta, 2013) протестировали на панельных данных модель, в которой изменение подверженности во времени также связано с экзогенными и эндогенными параметрами, такими как спреды процентных ставок, рычаг и ликвидность. Результаты различных тестов условных динамических моделей Фрэнсис и другие, Чаиб и Мазотта, Ду и другие (Francis et al., 2008; Chaieb and Mazzotta, 2013; Du, Ng, Zhao, 2013) показали значительное влияние валютных рисков в некоторых отраслях американской экономики.

Нелинейность подверженности валютному риску

Еще одним направлением усовершенствования моделей изучения подверженности валютному риску явилось использование сложной нелинейной зависимости доходности от изменений валютного курса. Штульц (Stulz, 2003) показал, что если денежные потоки нелинейно зависят от курса, то подверженность валютным колебаниям также нелинейна. Среди аргументов в пользу нелинейной зависимости от курса рассматривали перенос производства в другие страны (Kogut and Kulatilaka, 1994), нелинейные стратегии хеджирования, риск дефолта и другие (Bodnar and Gebhart, 1999; Stulz, 2003).

В моделях ценообразования нелинейные эффекты в первую очередь пытались учесть с помощью волатильности (Campbell and Hentschel, 1992; Ang, 2006). По аналогии для объяснения нелинейной зависимости между доходностью акций и колебаниями валют многие исследо-

ватели подверженности валютным рискам (Menkhoff et al., 2012; Du, Hu, 2012) включали вместо доходности валют и валютных индексов их волатильность. Причины влияния волатильности валютных курсов Бартов и другие (Bartov et al., 1996) объясняли тем, что долгосрочная компонента волатильности валютных курсов влияет на систематический риск. По мнению Адриан и Розенберг (Adrian and Rosenberg, 2008) волатильность валютных курсов может быть также одним из факторов, определяющих денежные потоки.

Более сложный вид зависимости учитывался в моделях ценообразования через моменты более высоких порядков (Harvey and Siddique, 2000; Dittmar, 2002). Похожим образом Бартрам, Одегарди и Присли, Аусан и Гулди (Bartram, 2004; Odegaard and Priestley, 2007; Aysun and Guldi, 2011) предполагали, что зависимость от доходности валютного курса может иметь кубический или иной функциональный вид. Аусан и Гулди (Aysun and Guldi, 2011) применили непараметрический метод без уточнения функциональной формы зависимости от валютного курса и получили значительный рост подверженности валютному риску для компаний с развивающихся рынков по сравнению с другими моделями. При тестировании модели Аусан и Гулди (Aysun and Guldi, 2011) использовали широко применяемый для эмпирического анализа в ценообразовании метод моментов.

Отдельно можно выделить нелинейные модели, которые позволяют выявить асимметричную подверженность валютному риску. Так, по мнению ряда исследователей (Koutmos and Martin, 2003; Muller and Verschoor, 2006), невысокое влияние валютного курса при тестировании международной CAPM могло быть объяснено асимметричностью его воздействия на денежные потоки. Кутмос и Мартин (Koutmos and Martin, 2003), основываясь на наблюдениях Кнеттер и Линдквист (Knetter, 1994; Ljungqvist, 1994) выделяют несколько причин для такого эффекта: особенности ценообразования на различных рынках; запаздывание реакции при изменении обменного курса и несимметричные хеджирующие стратегии. Мюллер и Верщор (Muller and Verschoor, 2006) также предположили, что снижение и повышение валютного курса по-разному отражается на доходности акций. Согласно результатам авторов, около 30% американских компаний продемонстрировали значимую подверженность валютному риску при тестировании асимметричной модели.

Некоторые аспекты исследования подверженности валютным рискам

По сравнению с рыночным и другими факторами риска в моделях ценообразования валютный риск обладает собственной спецификой. Приведем некоторые особенности исследований влияния валютного риска, которые авторы пытались учесть в своих моделях.

Корреляция с рыночным риском

Наличие корреляции между изменением валютного курса и доходностью рыночного портфеля привело к модификации двухфакторной модели Джорион (Jorion, 1990). Для исключения мультиколлинеарности исследователи (Jorion, 1991; Griffin and Stulz, 2001; Entorf and Jamin, 2003) использовали процедуру ортогонализации. В модель включался только компонент валютного риска, который был независим от рыночного риска. Однако существенно улучшить результаты тестирования в результате такой процедуры не удалось.

Различные виды курсов

Для разработки моделей подверженности валютному курсу необходимо выбрать валюты, от курсов которых может зависеть доходность активов. Исследователи склонялись как в пользу применения в моделях индексов валют, так и отдельных курсов. Кимаз (Kiyamaz, 2003) использовал торгово-взвешенный обменный курс по нескольким валютам. Вильямсон (Williamson, 2001), Домингес и Тезар (Dominguez, Tesar, 2006) предостерегали о недостатках такого подхода, так как некоторые фирмы могут быть подвержены рискам только одной валюты в корзине. Бартрам (Bartram, 2004) попытался сравнить два разных подхода. Автор показал отсутствие значительной разницы между использованием в качестве фактора валютного риска торгово-взвешенного индекса валют и обменного курса двух валют.

Экзогенные факторы

Важной особенностью валютного курса является его непосредственная связь с макроэкономическими процессами и изменениями в государственном регулировании. Приведем несколько примеров. Так, после падения Бреттон-Вудской системы изменения валютных курсов стали сказываться на денежных потоках компаний (Shapiro, 1974). Принятие доллара США в качестве основной резервной валюты объясняло меньшую подверженность валютным рискам американских компаний по сравнению с компаниями других развитых стран. Боднар и Джентри, Хе и Нг, Гриффин и Штульц (Bodnar and Gentry, 1993; He and Ng, 1998; Griffin and Stultz, 2001). Бартрам и Кароли (Bartram and Karolyi, 2006) продемонстрировали, что введение евро в 1999 году существенно снизило подверженность валютным рискам в европейских транснациональных компаниях. При этом Гриффин и Штульц (Griffin and Stultz, 2001) отмечали, что рост торговли между странами никак не сказывается на влиянии колебаний валютного курса.

Эндогенные факторы

В отличие от рыночного риска, влияние валютного риска легче проинтерпретировать на основании характеристик компании. Например, чем больше компании вовлечены в валютообменные операции, тем больше их денежные потоки могут зависеть от колебаний валютного курса. Поэтому в большинстве работ, посвященных исследованию подверженности валютным рискам, было уделено внимание факторам, оказывающим влияние на эту подверженность. Среди специфических для компании факторов назывались экспортная выручка (Jorion, 1990), долг в иностранной валюте, финансовый рычаг (He and Ng, 1998), размер (Dukas et al., 1996), переменные роста (Dominguez, Tesar, 2006), операционная рентабельность (Allayannis and Ihrig, 2001), ликвидность (Bartram, 2004), производные инструменты (Allayannis and Ofek, 2001), доля рынка (Williamson, 2001) и другие. Выявление коэффициентов зависимости от перечисленных факторов позволяло совершенствовать процедуры риск-менеджмента, направленные на снижение валютных рисков. Эндогенные детерминанты подверженности валютным рискам использовались также для построения условных моделей, как, например, в работе Чаиб и Мазотта (Chaieb and Mazzotta, 2013).

Влияние риск менеджмента

Для объяснения противоречий теоретических и эмпирических результатов Бартрам (Bartram, 2007) изучал подверженность валютным рискам через изменение операционных денежных потоков в зависимости от колебаний валютного курса. Автор предположил, что валютный риск в ряде случаев перекладывается на потребителей. Бартрам и другие (Bartram et al., 2010) пришли к выводу, что небольшой процент транснациональных компаний, демонстрирующих значимую подверженность валютному риску, связан с активным использованием операционного и финансового риск-менеджмента, существенно снижающих (примерно на 70%, по данным авторов) подверженность валютным рискам в транснациональных компаниях. К похожим выводам пришли Мюллер и Верщор (Muller and Verschoor, 2007). Авторы объясняли отсутствие краткосрочных эффектов хеджированием, которое используют компании. Существенное снижение подверженности валютным рискам при использовании финансового хеджирования отмечали Алаянисанд и Офек, Вонг (Allayannisand, Ofek, 2001; Wong, 2000). Несколько другой точки зрения придерживались Фрэнсис и другие (Francis et al., 2008). Они предположили, что риск-менеджмент не оказывает серьезного влияния на показатели подверженности валютным рискам американских компаний, а слабые результаты связаны с неправильной спецификацией моделей.

Развивающиеся рынки

На развивающихся рынках результаты исследования подверженности валютным рискам также оказывались противоречивыми и сильно зависели от выбора модели. Для развивающихся стран валютный риск имеет особое значение, так как данные рынки характеризуются большей зависимостью от резервных валют, доллара США и евро. Тем не менее Вассалу (Vassalou, 2000) изучив 10 развивающихся рынков, пришел к выводу о незначительной премии за валютный риск. Существенно большую значимость валютного курса в объяснении доходно-

сти акций обнаружили Карьерри и Маджерби (Carreri, Majerbi, 2006). Авторы использовали реальные доходности валюты, а не номинальные, как в других подобных исследованиях, и пришли к выводу о невозможности полной диверсификации валютного риска на развивающихся рынках, объяснив этот феномен сильной зависимостью экономик развивающихся стран от экспорта и импорта. Этот вывод противоречит гипотезе Джорион (Jorion, 1990) о возможности полной диверсификации валютного риска, подтвердившейся для компаний из развитых стран.

Можно отметить, что доля компаний, доходность акций которых зависит от валютных колебаний на развивающихся рынках, в среднем больше, чем на развитых (Muller and Verschoor, 2006). Таким образом, исследование подверженности валютным рискам является особенно актуальным для компаний развивающихся стран.

Заключение

Теория ценообразования бурно развивалась в последние годы. После неудачных тестов и критики однофакторной CAPM широкое распространение получили трехфакторные и многофакторные модели. Эмпирические свидетельства изменения во времени ковариации доходности и факторов риска привели к появлению динамических и условных моделей. Предсказуемость доходности акций на больших временных промежутках заставила включить в модели детерминанты подверженности факторам риска. Наконец, асимметричное поведение цен активов было учтено в различных нелинейных моделях.

Вместе с развитием общей теории совершенствовались модели, в которых одним из ценообразующих факторов был валютный риск. Простейшие модели не смогли выявить значимую подверженность валютному риску, что противоречило теоретическим предпосылкам. Однако по мере развития международных моделей ценообразования неудачи тестирования сменились более убедительными результатами. Появление новых моделей позволило улучшить выявление подверженности валютному риску как на развитых, так и на развивающихся рынках, а также оценить соответствующую премию за валютный риск.

Во многих современных моделях ценообразования фактор валютного риска не всегда учитывается. Добавление этого фактора может улучшить результаты тестирования таких моделей, особенно на развивающихся рынках. Поэтому приведенный в статье обзор литературы может быть полезен исследователям влияния валютного риска не только для применения уже использовавшейся методики, но и для разработки более совершенной модели.

Список литературы

1. Ang, A., Hodrick, R.J., Zhang Y.X. (2006), The Cross-Section of Volatility and Expected Returns, *Journal of Finance*, 51 (2006) 259–299.
2. Adler, M., Dumas, B. (1983), International Corporate Finance, *Journal of Finance*, 41 (1983) 1103–1161.
3. Adler, M., Dumas, B. (1984), Exposure to Currency Risk: Definition and management, *Financial Management* 13 (1984) 41–50.
4. Aggarwal, R., Harper, J.T. (2010), Foreign Exchange Exposure of «Domestic» Corporations, *Journal of International Money and Finance*, 29 (2010) 1619–1636.
5. Allayannis, G. (1997), The Time-Variation of the Exchange Rate Exposure: An Industry Analysis. Working paper, Darden Graduate School of Business, University of Virginia.
6. Allayannis, G., Ofek, E. (2001), Exchange Rate Exposure, Hedging and the Use of Foreign Currency Derivatives, *Journal of International Money and Finance*, 2(20) (2001) 273–296.
7. Amihud, Y. (1994), Exchange rates and the valuation of equity shares. In: Amihud, Y., Levich, R.M. (Eds.), *Exchange Rates and Corporate Performance*. Irwin, New York, NY. P. 49–59.
8. Bartram, S.M. (2004), Linear and nonlinear foreign exchange rate exposures of German nonfinancial corporations, *Journal of International Money and Finance*, 23 (2004) 673–699.
9. Bartram, S.M., (2007), Corporate cash flow and stock price exposures to foreign exchange rate risk. *Journal of Corporate Finance*, 13 (2007) 981–994.

10. Bartram, S.M., Brown, G.W., Minton, B., (2010), Resolving the exposure puzzle: the many facets of exchange rate exposure. *Journal of Financial Economics* 95 (2010) 148–173.
11. Bartov, E., Bodnar, G.M. (1994), Firm Valuation, Earnings Expectations, and the Exchange-Rate Exposure Effect. *Journal of Finance*, 49 (1994) 1755–1785.
12. Bawa V.S., Lindenberg E.B. (1977), Capital Market Equilibrium in a Mean-Lower Partial Moment Framework, *Journal of Financial Economics*, 5 (1977) 189–200.
13. Bekaert, G., Harvey C.R. (1995), Time-varying World Integration. *Journal of Finance*, 50 (1995) 403–444.
14. Bodnar, G.M., Gentry, W.M. (1993), Exchange Rate Exposure and Industry Characteristics: Evidence from Canada, Japan and the USA. *Journal of International Money and Finance*, 12 (1993) 29–45.
15. Bodnar, G., Dumas, B., Marston, R.C., (2002), Pass-through and exposure, *Journal of Finance*, 57 (2002) 199–231.
16. Booth, L., Rotenberg, W. (1990), Assessing Foreign Exchange Exposure: Theory and Application Using Canadian Firms, *Journal of International Financial Management and Accounting*, 2 (1990) 1–22.
17. Campbell, J. Y., Vuolteenaho, T. (2004), Bad Beta, Good Beta, *American Economic Review* 94 (2004) 1249–1275.
18. Carrieri, F., Errunza V., and Majerbi, B. (2006), Does emerging market exchange risk affect global equity prices? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 41 (2006) 511–540.
19. Chaleb, I., Mazzotta, S. (2013), Unconditional and conditional exchange rate exposure. *Journal of International Money and Finance*, 32 (2013) 781–808.
20. Chow, E.H., Lee, W.Y., Solt, M.E. (1997), The Exchange-Rate Risk Exposure of Asset Returns. *Journal of Business*, 70 (1997) 105–123.
21. Cornell, B., Shapiro, A.C. (1983), Managing Foreign Exchange Risks. *Midland Corporate Finance Journal*, 3 (1983) 16–31.
22. De Santis, G., Gerard, B. (1998), How Big is the Premium for Currency Risk? *Journal of Financial Economics*, 49 (1998) 375–412.
23. Du D., Hu O. (2012), Exchange rate risk in the US stock market. *Int. Fin. Markets, Inst. and Money*, 22 (2012) 137–150.
24. Dittmar, R. (2002), Nonlinear Pricing Kernels, Kurtosis Preference, and Evidence from the Cross-Section of Equity Returns, *Journal of Finance*, 57 (2002) 369–403.
25. Doidge, C., Griffin, J., Williamson, R. (2006), Measuring the economic importance of exchange rate exposure, *Journal of Empirical Finance*, 13 (2006) 550–576.
26. Dominguez, K.M., Tesar, L.L. (2001), A Re-Examination of Exchange Rate Exposure, *The American Economic Review*, 91 (2001) 396–399.
27. Dominguez, K.M., Tesar, L.L. (2006), Exchange rate exposure, *Journal of International Economics*, 68 (2006) 188–218.
28. Dumas, B., Solnik, B. (1995), The world price of foreign exchange risk, *Journal of Finance* 50 (1995) 445–479.
29. Dukas, S.P., Fatemi A.M., Tavakkol A. (1996), Foreign Exchange Rate Exposure and the Pricing of Exchange Rate Risk, *Global Finance Journal*, 7 (1996) 169–189.
30. Fama, E.F., French K.R. (1989), Business Conditions and Expected Returns on Stocks and Bonds, *Journal of Financial Economics*, 25 (1989) 23–49.
31. Fama, E.F., French, K.R. (1992), The cross-section of expected stock returns, *Journal of Finance*, 47 (1992) 427–465.
32. Froot, Kenneth, Thaler, R. (1990), Anomalies: Foreign exchange, *Journal of Economic Perspectives*, 4 (1990) 179–192.
33. Froot, K.A., Klemperer, P.D. (1989), Exchange rate pass-through when market share matters, *Economic Review*, 79 (1989) 637–654.

34. Francis, B.B., Hasan, I., Hunter, D.M. (2008), Can hedging tell the full story? reconciling differences in united states aggregate- and industry-level exchange rate risk premium, *Journal of Financial Economics*, 90(2) (2008) 169–196.
35. Griffin, J.M., Stulz, R.M. (2001), International Competition and Exchange Rate Shocks: a Cross-Country Industry Analysis of Stock Returns, *The Review of Financial Studies*, 14 (2001) 215-241.
36. Harvey, C.R., Siddique, A., (2000), Conditional Skewness in Asset Pricing Tests, *Journal of Finance*, 55 (2000) 1263–1295.
37. Harlow W., Rao R. (1989), Asset Pricing in a Generalized Mean-Lower Partial Moment Framework: Theory and Evidence, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 24 (1989) 285–311.
38. Harvey, C.R. (1991), The World Price of Covariance Risk, *Journal of Finance*, 46 (1991) 111–57.
39. He, J., Ng, L.K. (1998), The Foreign Exchange Exposure of Japanese Multinational Corporations, *The Journal of Finance*, 53 (1998) 733–753.
40. Jagannathan, R., Wang, Z. (1996), The Conditional CAPM and the Cross-Section of Expected Returns, *Journal of Finance*, 51 (1996) 3–53.
41. Jorion, P. (1990), The Exchange-Rate Exposure of U.S. Multinationals, *The Journal of Business*, 63 (1990) 331–345.
42. Jorion, P. (1991), The Pricing of Exchange Rate Risk in the Stock Market, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 64 (1991) 363–376.
43. Knetter, M. (1994), Is Export Price Adjustment Asymmetric: Evaluating the Market Share and Marketing Bottlenecks Hypothesis. *Journal of International Money and Finance*, 13 (1994) 55–70.
44. Koutmos, G., Martin, A.D. (2003), Asymmetric Exchange Rate Exposure: Theory and Evidence, *Journal of International Money and Finance*, 22 (2003) 365–383.
45. Kolari, J.W., Moorman, T.C., Sorescu, S.M. (2008), Foreign exchange risk and the cross-section of stock returns, *Journal of International Money and Finance*, 27 (2008) 1074–1097.
46. Lewellen, J.W., Nagel, S., Shanken, J.A. (2010), A skeptical appraisal of asset pricing tests, *Journal of Financial Economics*, 96 (2010) 175–194.
47. Ljungqvist, L. (1994), Hysteresis in International Trade: a General Equilibrium Analysis, *Journal of International Money and Finance*, 13 (1994) 387–399.
48. Lintner, J. (1965), The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets, *Review of Economics and Statistics*, 47 (1965) 13–37.
49. Merton, R.C. (1973), An intertemporal capital asset pricing model, *Econometrica*, 41 (1965) 867–887.
50. Muller, A., Verschoor, W.F. (2006), European Foreign Exchange Risk Exposure, *European Financial Management*, 12 (2006) 195–220.
51. Ross, S.A. (1976), The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing, *Journal of Economic Theory*, 13 (1976) 341–60.
52. Sercu, P. (1980), A Generalization of the International Asset Pricing Model. *Revue de l'Association Française de Finance*, 1 (1980) 191–135.
53. Shapiro, A.C. (1974), Exchange rate changes, inflation and the value of the multinational corporation, *Journal of Finance*, 30 (1974) 485–502.
54. Sharpe, W.F. (1964), Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk, *Journal of Finance*, 19 (1964) 425–442.
55. Solnik, B. (1974), An Equilibrium Model of the International Capital Market, *Journal of Economic Theory*, 8 (1974) 111–157.
56. Solnik, B. (1983), International Arbitrage Pricing Theory, *Journal of Finance*, 38 (1983) 449–457.
57. Vassalou, M. (2000), Exchange Rate and Foreign Inflation Risk Premiums in Global Equity Return, *Journal of International Money and Finance*, 19 (2000) 433–470.
58. Williamson, R. (2001), Exchange rate exposure, competitiveness and firm valuation: evidence from the world automotive industry, *Journal of Financial Economics*, 59 (2001) 441–475.

Abstract

A large number of research papers on relation between currency risk and firms' value have been published during last several decades. Researches acknowledged that currency risk could be a pricing factor. We follow models' developments under the framework of asset pricing theory and come to a conclusion that dynamic and asymmetric international asset pricing models were considered among the best for capturing exposure to exchange rate risk in developed and emerging markets.

Exchange rate exposure became a separate topic of research. Different determinants of exposure were discovered in the literature. Economists estimated their influence on sensitivity of stock returns to currency volatility.

There is certain specific in currency exposure research. In this paper we considered different methodological aspects of exchange rate exposure modelling and mentioned details of empirical analysis in emerging markets.

Key words: exchange rate exposure, asset pricing models, a pricing factor, asymmetric models, emerging markets.

JEL: G12, G15

References

1. Adler M., Dumas B. Exposure to currency risk: Definition and management. *Financial Management*, 1984, 13, pp. 41–50.
2. Adler M., Dumas B. International corporate finance. *Journal of Finance*, 1983, 41, pp. 1103–1161.
3. Aggarwal R., Harper J.T. Foreign exchange exposure of «domestic» corporations. *Journal of International Money and Finance*, 2010, 29, pp. 1619–1636.
4. Allayannis G. The time-variation of the exchange rate exposure: An Industry Analysis. Working paper, Darden Graduate School of Business, University of Virginia, 1997.
5. Allayannis G., Ofek E. Exchange Rate Exposure, Hedging and the Use of Foreign Currency Derivatives. *Journal of International Money and Finance*, 2001, 2(20), pp. 273–296.
6. Amihud Y. Exchange rates and the valuation of equity shares. In: Amihud, Y., Levich, R.M. (Eds.) *Exchange Rates and Corporate Performance*. Irwin, New York, NY, 1994, pp. 49–59.
7. Ang A., Hodrick R.J., Zhang Y.X. The cross-section of volatility and expected returns. *Journal of Finance*, 2006, 51, pp. 259–299.
8. Bartov E., Bodnar G.M. Firm valuation, earnings expectations, and the exchange-rate exposure effect. *Journal of Finance*, 1994, 49, pp. 1755–1785.
9. Bartram S.M. Corporate cash flow and stock price exposures to foreign exchange rate risk. *Journal of Corporate Finance*, 2007, 13, pp. 981–994.
10. Bartram S.M. Linear and nonlinear foreign exchange rate exposures of German nonfinancial corporations. *Journal of International Money and Finance*, 2004, 23, pp. 673–699.
11. Bartram S.M., Brown G.W., Minton B. Resolving the exposure puzzle: the many facets of exchange rate exposure. *Journal of Financial Economics*, 2010, 95, pp. 148–173.
12. Bawa V.S., Lindenberg E.B. Capital market equilibrium in a mean-lower partial moment framework. *Journal of Financial Economics*, 1977, 5, pp. 189–200.
13. Bekaert G., Harvey C.R. Time-varying world integration. *Journal of Finance*, 1995, 50, pp. 403–444.
14. Bodnar G., Dumas B., Marston R.C. Pass-through and exposure. *Journal of Finance*, 2002, 57, pp. 199–231.

15. Bodnar G.M., Gentry W.M. Exchange rate exposure and industry characteristics: Evidence from Canada, Japan and the USA. *Journal of International Money and Finance*, 1993, 12, pp. 29–45.
16. Booth L., Rotenberg W. Assessing foreign exchange exposure: Theory and application using Canadian firms. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 1990, 2, pp. 1–22.
17. Campbell J. Y., Vuolteenaho T. Bad Beta, Good Beta. *American Economic Review*, 2004, 94, pp. 1249–1275.
18. Carrieri F., Errunza V., and Majerbi B. Does emerging market exchange risk affect global equity prices? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2006, 41, pp. 511–540.
19. Chaleb I., Mazzotta S. Unconditional and conditional exchange rate exposure. *Journal of International Money and Finance*, 2013, 32, pp. 781–808.
20. Chow E.H., Lee W.Y., Solt M.E. The exchange-rate risk exposure of asset returns. *Journal of Business*, 1997, 70, pp. 105–123.
21. Cornell B., Shapiro A.C. Managing foreign exchange risks. *Midland Corporate Finance Journal*, 1983, 3, pp. 16–31.
22. De Santis, G., Gerard, B. How big is the premium for currency risk? *Journal of Financial Economics*, 1998, 49, pp. 375–412.
23. Dittmar R. Nonlinear pricing kernels, kurtosis preference, and evidence from the cross-section of equity returns. *Journal of Finance*, 2002, 57, pp. 369–403.
24. Doidge C., Griffin J., Williamson R. Measuring the economic importance of exchange rate exposure. *Journal of Empirical Finance*, 2006, 13, pp. 550–576.
25. Dominguez K.M., Tesar L.L. A re-examination of exchange rate exposure. *The American Economic Review*, 2001, 91, pp. 396–399.
26. Dominguez K.M., Tesar L.L. Exchange rate exposure. *Journal of International Economics*, 2006, 68, pp. 188–218.
27. Du D., Hu O. Exchange rate risk in the US stock market. *Int. Fin. Markets, Inst. and Money*, 2012, 22, pp. 137–150.
28. Dukas S.P., Fatemi A.M., Tavakkol A. Foreign exchange rate exposure and the pricing of exchange rate risk. *Global Finance Journal*, 1996, 7, pp. 169–189.
29. Dumas B., Solnik B. The world price of foreign exchange risk. *Journal of Finance*, 1995, 50, pp. 445–479.
30. Fama E.F., French K.R. Business conditions and expected returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*, 1989, 25, pp. 23–49.
31. Fama E.F., French K.R. The cross-section of expected stock returns. *Journal of Finance*, 1992, 47, pp. 427–465.
32. Francis B.B., Hasan I., Hunter D.M. Can hedging tell the full story? Reconciling differences in United States aggregate- and industry-level exchange rate risk premium. *Journal of Financial Economics*, 2008, 90(2), 169–196.
33. Froot K.A., Klemperer P.D. Exchange rate pass-through when market share matters. *Economic Review*, 1989, 79, pp. 637–654.
34. Froot Kenneth, Thaler R. Anomalies: Foreign exchange. *Journal of Economic Perspectives*, 1990, 4, pp. 179–192.
35. Griffin J.M., Stulz R.M. International competition and exchange rate shocks: a cross-country industry analysis of stock returns. *The Review of Financial Studies*, 2001, 14, pp. 215–241.
36. Harlow W., Rao R. Asset pricing in a generalized mean-lower partial moment framework: theory and evidence. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1989, 24, pp. 285–311.
37. Harvey C.R. The world price of covariance risk. *Journal of Finance*, 1991, 46, pp. 111–57.
38. Harvey C.R., Siddique A. Conditional skewness in asset pricing tests. *Journal of Finance*, 2000, 55, pp. 1263–1295.
39. He J., Ng L.K. The foreign exchange exposure of Japanese multinational corporations. *The Journal of Finance*, 1998, 53, pp. 733–753.

40. Jagannathan R., Wang Z. The Conditional CAPM and the cross-section of expected returns. *Journal of Finance*, 1996, 51, pp. 3–53.
41. Jorion P. The exchange-rate exposure of U.S. multinationals. *The Journal of Business*, 1990, 63, pp. 331–345.
42. Jorion P. The Pricing of exchange rate risk in the stock market. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1991, 64, pp. 363–376.
43. Knetter M. Is export price adjustment asymmetric: Evaluating the market share and marketing bottlenecks hypothesis. *Journal of International Money and Finance*, 1994, 13, pp. 55–70.
44. Kolari J.W., Moorman T.C., Sorescu S.M. Foreign exchange risk and the cross-section of stock returns. *Journal of International Money and Finance*, 2008, 27, pp. 1074–1097.
45. Koutmos G., Martin A.D. Asymmetric exchange rate exposure: Theory and evidence. *Journal of International Money and Finance*, 2003, 22, pp. 365–383.
46. Lewellen J.W., Nagel S., Shanken J.A. A skeptical appraisal of asset pricing tests. *Journal of Financial Economics*, 2010, 96, pp. 175–194.
47. Lintner J. The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. *Review of Economics and Statistics*, 1965, 47, pp. 13–37.
48. Ljungqvist L. Hysteresis in international trade: a general equilibrium analysis. *Journal of International Money and Finance*, 1994, 13, pp. 387–399.
49. Merton R.C. An intertemporal capital asset pricing model. *Econometrica*, 1965, 41, pp. 867–887.
50. Muller A., Verschoor W.F. European foreign exchange risk exposure. *European Financial Management*, 2006, 12, pp. 195–220.
51. Ross S.A. The Arbitrage theory of capital asset pricing. *Journal of Economic Theory*, 1976, 13, pp. 341–60.
52. Sercu P. A Generalization of the international asset pricing model. *Revue de l'Association Française de Finance*, 1980, 1, pp. 191–135.
53. Shapiro A.C. Exchange rate changes, inflation and the value of the multinational corporation. *Journal of Finance*, 1974, 30, pp. 485–502.
54. Sharpe W.F. Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk. *Journal of Finance*, 1964, 19, pp. 425–442.
55. Solnik B. An equilibrium model of the international capital market. *Journal of Economic Theory*, 1974, 8, pp. 111–157.
56. Solnik B. International arbitrage pricing theory. *Journal of Finance*, 1983, 38, pp. 449–457.
57. Vassalou M. Exchange rate and foreign inflation risk premiums in global equity return. *Journal of International Money and Finance*, 2000, 19, pp. 433–470.
58. Williamson R. Exchange rate exposure, competitiveness and firm valuation: evidence from the world automotive industry. *Journal of Financial Economics*, 2001, 59, pp. 441–475.

ИСПОЛЬЗОВАНИЕ МЕТОДА СОБЫТИЙ В ИССЛЕДОВАНИЯХ СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ НА РАЗВИТЫХ И РАЗВИВАЮЩИХСЯ РЫНКАХ КАПИТАЛА

Скворцова И.В.¹, Проскурин С.С.², Крыхтин В.Б.³,

Стельмахова Е.А.⁴, Игнатьев Е.Л.⁵

В статье анализируются современные эмпирические исследования, посвященные оценке эффективности сделок слияний и поглощений с помощью метода событий. Предмет анализа ограничивается развитыми и развивающимися рынками капитала. Основные подходы к изучению влияния сделок слияний и поглощений на стоимость компаний рассмотрены с точки зрения компаний-целей и компаний-покупателей, а также с точки зрения их совокупного влияния. Показано, что в проанализированных работах как на примере развитых, так и на примере развивающихся рынков капитала, используется преимущественно метод, основанный на краткосрочном окне наблюдений.

Проведенный анализ свидетельствует о том, что в академической литературе до сих пор отсутствует однозначный ответ на вопрос о том, создают ли сделки слияний и поглощений стоимость для акционеров компании. Результаты, полученные исследователями, различны не только для развитых и развивающихся рынков капитала, но также и для различных временных периодов. В качестве возможных причин могут рассматриваться различия в выборках, географии сделок слияний и поглощений, индустриальной принадлежности компаний, которые осуществляет сделки слияний и поглощений, окнах, рассматриваемых для определения вмененной и фактически реализованной доходности, а также различия в периоде наблюдения (краткосрочный или долгосрочный).

Анализ работ, выполненных на примере данных с развивающихся рынков капитала, наглядно свидетельствует, что получаемые результаты очень близки к результатам, полученным на примере компаний с развитых рынков капитала, когда они проходили аналогичный период своего развития.

Ключевые слова: сделки слияний и поглощений, эффективность сделок слияний и поглощений, стоимость компании, избыточная накопленная доходность, компания-цель, компания-покупатель

JEL: G14, G30, G34

Введение

Проблема эффективности сделок слияний и поглощений привлекает внимание исследователей корпоративных финансов на протяжении последних тридцати лет. Вместе с тем до сих пор отсутствует единая точка зрения относительно наиболее объективного способа оценки эффективности сделок слияний и поглощений, а исследования на различных эмпирических данных и временных периодах демонстрируют противоречивые результаты даже при условии использования одинаковых методик оценки.

Целью настоящей статьи является обзор исследований, в которых эффективность сделок слияний и поглощений исследуется посредством метода event studies на примере развитых и развивающихся рынков капитала, а также проводится сравнение используемых методов и полученных результатов. Сделки слияний и поглощений, рассматриваемые в работе, могут быть отнесены к сделкам третьей, четвертой и пятой волны (Martynova et al., 2008), а также к

1. Магистр программы «Корпоративные финансы», руководитель проекта Департамента стратегического управления Государственной корпорации по атомной энергии «Росатом».

2. Магистр программы «Корпоративные финансы», Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики».

3. Магистр программы «Корпоративные финансы», Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики».

4. Магистр программы «Корпоративные финансы», финансовый аналитик компании Ernst and Young.

5. Магистр программы «Корпоративные финансы», финансовый менеджер ООО Satels

сделкам, которые совершаются в настоящее время и которые, по нашему мнению, могут быть отнесены к новой, шестой, волне.

Основные подходы к исследованиям влияния сделок слияний и поглощений на стоимость компаний

В академической литературе выделяются два основных подхода, с помощью которых анализируется воздействие сделок слияний и поглощений на стоимость для акционеров компаний. Во-первых, это теория максимизации стоимости (value maximizing behaviour) и, во-вторых, теория отсутствия максимизации стоимости (non-value maximizing behavior) (Halpern, 1973).

В соответствии с теорией максимизации стоимости сделки слияний и поглощений должны приводить к положительной экономической выгоде. Сторонники этой теории полагают, что стоимость акций компании-цели увеличивается, а акции компании-покупателя как минимум обеспечивают нормальную норму доходности.

В соответствии с теорией отсутствия максимизации стоимости сделки слияний и поглощений направлены в первую очередь на максимизацию роста выручки или активов, а также на приобретение контроля над компанией-целью. В рамках данной теории происходит увеличение стоимости акций компании-цели, тогда как акционеры компании-покупателя терпят убытки.

Метод event studies (по-другому – метод событий или метод накопленной избыточной доходности (cumulative abnormal return, CAR)) является одним из возможных способов оценки влияния сделок слияний и поглощений на стоимость компаний. Наряду с ним в академической науке используется также метод оценки, основанный на бухгалтерских показателях (accounting studies) и метод на основе анализа отдельных ситуаций (case studies).

В основе метода событий лежит гипотеза о средней эффективности финансового рынка, которая гласит, что цены отражают всю доступную рынку информацию. Следовательно, в цене акции должны быть учтены экономические выгоды, которые могут возникать в результате синергий и/или смены контроля в результате объединения компаний после сделок слияний или поглощений.

Проведенный анализ эмпирических исследований позволяет сформулировать вывод о том, что влияние сделок слияний и поглощений на стоимость компании в рамках метода событий может изучаться с двух основных точек зрения. С одной стороны, эффективность может оцениваться на краткосрочном окне наблюдений (так называемые short-term event studies) и долгосрочном окне наблюдений (так называемые long-term event studies). С другой стороны, эффективность сделок M&A анализируется с точки зрения влияния на стоимость акций компании-цели, компании-покупателя или рассматривается с позиции совокупного влияния.

Метод, основанный на использовании краткосрочного окна наблюдений, доминирует в рассмотренных нами исследованиях. Относительно редкое использование долгосрочного окна наблюдения обусловлено его определенными недостатками. Во-первых, при окне наблюдения свыше одного года сложнее изолировать эффект сделки слияния и поглощения и оценить этот эффект количественными методами. Во-вторых, получаемые результаты во многом будут зависеть от выбора конкретного статистического метода. В-третьих, в соответствии с гипотезой об эффективности рынков, рынок должен корректировать любые неэффективные действия или доходность акций компаний (Martynova et al., 2008). Проведенный анализ позволяет также говорить о том, что долгосрочное окно наблюдений используется крайне редко в исследованиях сделок слияний и поглощений на развивающихся рынках капитала.

Анализ работ, в которых эффективность слияний и поглощений анализировалась на длительном окне наблюдений, свидетельствует о том, что CAR для акционеров компаний-покупателей отрицателен, являясь при этом статистически значимым (Agrawal et al., 1992; Gregory, McCorrison, 2002; Faccio et al., 2002; Raj, Forsyth, 2002). В частности, А. Аграваль и др. (Agrawal et al., 1992) на примере 1164 сделок, имевших место в период с 1955 по 1987 г., обнаружили, что средний CAR акционеров компании-покупателя отрицателен, то есть фактически акционеры компании-покупателя терпят убытки вплоть до окончания двух лет после

даты сделки. В период от двух до пяти лет отрицательное значение CAR постепенно нивелируется, что отражается в постепенном снижении t-статистик, но остается статистически значимым даже на горизонте свыше пяти лет. По мнению А. Агравала и др., избыточная доходность не зависит ни от размера компании-покупателя, ни от его систематического риска, ни от скорости, с которой рынок реагирует на сделку.

Несмотря на свою популярность, исследования с использованием краткосрочного окна наблюдений демонстрируют достаточно противоречивые результаты на материалах как развитых, так и развивающихся рынков.

Что касается исследования влияния сделок слияний и поглощений на стоимость компаний-целей, то в большинстве работ, анализирующих данный вопрос, делается вывод о положительной средней избыточной доходности. При этом результаты исследований относительно создания стоимости для компаний-покупателей противоречивы (как положительные, так и отрицательные значения накопленных избыточных доходностей или избыточные доходности, колеблющиеся около нуля).

Результаты работ современных исследователей свидетельствуют о том, что избыточная средняя накопленная доходность (CAAR) для акционеров компаний-целей может существенно различаться в зависимости от характера сделки (дружественное или враждебное слияние или поглощение), способа оплаты сделки, нормативно-правовой базы, типа сделки (тендерное предложение или дружественное поглощение). Что касается акционеров компаний-покупателей, то для них CAAR чаще всего зависит от того, публичная или частная компания приобретает, а также от способа оплаты сделки (Martynova et al., 2008).

В рамках некоторых научных работ предпринимаются попытки сравнения методологий изучения эффективности сделок слияний и поглощений на краткосрочном и долгосрочном окнах наблюдений. Так, например, Д. Хэбарт и Э. Мореллек (Hackbarth, Morellec, 2008), изучив 1086 сделок в 1985–2002 гг. между компаниями, торгующимися на фондовых рынках США, установили, что CAR для акционеров компании-покупателя отрицателен (-0,52%), но статистически значим. Средняя избыточная доходность акций акционеров компании-цели в трехдневном окне составляет 18,21% на уровне значимости 1%. При этом в долгосрочном периоде отрицательный CAR оказывается тем больше, чем значительнее был рост цены акций до объявления сделки.

Методика анализа эффективности сделок слияний и поглощений посредством метода событий детально описана в работах И. Ивашковской и др. (Ивашковская и др., 2009) и С. Григорьевой (Григорьева, 2007).

Исследование проблемы влияния сделок слияний и поглощений на стоимость компаний на развитых рынках капитала

Проблема создания стоимости акционерного капитала в сделках слияний и поглощений впервые возникла на развитых рынках капитала: наблюдаемая в эмпирике реакция фондового рынка на факт объявления сделки нуждалась в научном объяснении. Реакция рынка, выраженная в курсовой стоимости акций компаний, участвующих в сделке, отражает ожидания относительно выгод и потерь, которые понесут акционеры обеих компаний в случае успешного завершения сделки. Зачастую, но не всегда, подобная реакция бывает негативной в отношении акций компании-покупателя и положительной в отношении акций компании-цели. Условно говоря, инвесторы на рынке не ожидают, что акционеры компании-покупателя выиграют от готовящейся сделки, но ожидают, что основной объем выгод должен достаться акционерам компании-цели.

Причины такой реакции могут быть разнообразными: от ожидаемой неспособности менеджмента компании-покупателя правильно интегрировать компании в операционном, финансовом и стратегическом плане до слишком больших премий, которые платит менеджмент компании-покупателя за возможность получить в свое распоряжение бизнес компании-цели.

Наиболее распространенным выводом в работах подобного рода является вывод о том, что CAR акций компании-покупателя отрицателен, тогда как CAR акций компании-цели оказывается положительным или колеблется около нуля. С точки зрения географии все исследования на развитых рынках можно условно разделить на два больших блока: в рамках первого блока исследуются сделки слияний и поглощений на американском рынке; в рамках второго направления анализируются сделки по приобретению компаний на всех остальных развитых рынках, в первую очередь на рынках стран Европы.

Так, К. Лодерер и К. Мартин (Loderer, Martin, 1990) на примере более 5000 сделок слияний и поглощений, проведенных в США в 1966–1984 гг., доказали, что средний размер избыточной доходности для акционеров компании-покупателя составляет +0,7%. При этом 52% сделок имели положительный эффект для акционеров этих компаний. Однако в более крупных сделках, объемом свыше 500 млн долларов США, CAR компаний-покупателей оказался отрицательным и равным -1,45%. Данное наблюдение авторы объясняют тем, что покупателем в крупных сделках являются относительно крупные компании, которые, как ожидают инвесторы, склонны платить слишком большую премию акционерам компании-покупателя, что способствует перетоку доходности к последним.

К аналогичному выводу пришли также К. Макиерья и др. (Maquieria et al., 1998), которые на примере 260 сделок в США в период с 1963 по 1996 г. установили отрицательный CAR для акционеров компании-покупателя на уровне -4,8%. Исследователи отмечают, что менеджмент компании-покупателя, проводя конгломеративные сделки, по всей вероятности, действует не в интересах акционеров, что приводит к отрицательной реакции рынка и отрицательным значениям CAR. Средняя избыточная доходность для акционеров компании-цели оказалась положительной (3,3%).

Результаты, получаемые исследователями даже в рамках одного рынка капитала, могут оказаться противоречивыми или даже диаметрально противоположными. В частности, С. Моэллер и др. (Moeller et al., 2004) в результате анализа 12 023 сделок на рынке США за период с 1980 по 2001 г. обнаружили положительную и статистически значимую избыточную доходность для акционеров компании-покупателя в трехдневном окне в размере +1,1% (на 1%-ном уровне значимости). Медиана избыточной доходности равнялась при этом +0,36%. Вместе с тем было установлено, что акционеры компании-покупателя в среднем теряют 25,2 млн долларов США после объявления сделки за пределами трехдневного окна. Также авторы обнаружили интересный эффект масштаба: для малых фирм-покупателей CAR составлял около 3,1% в трехдневном окне. Подобное различие исследователи объясняют слишком большой премией, которую менеджмент относительно крупной компании-покупателя платит акционерам компании-цели, способствуя повышению избыточной доходности для последних.

Результаты исследований, проводимых на основе данных с европейских рынков, в целом повторяют тенденции американского рынка: стоимость акций компаний-покупателей чаще всего снижается в результате слияний и поглощений других игроков на рынке. М. Кампа и И. Эрнандо (Campra, Hernando, 2004) на примере 262 сделок M&A в странах Европейского союза в период с 1998 по 2000 г. показали, что акционеры компании-цели получают статистически значимую избыточную доходность (около 9%), тогда как CAR для акционеров компании-покупателя в целом составляет 0%. Избыточная доходность, которую получают акционеры компании-цели, по мнению авторов, может быть объяснена тем, что цена акций компании-цели начинает расти примерно за месяц до объявления сделки и продолжает рост в течение некоторого времени после объявления.

При анализе горизонтальных сделок слияний и поглощений на европейском рынке (Huyghebaert, Luypaert, 2012) в 1997–2008 гг. доказана статистически значимая избыточная доходность для акционеров компаний-целей (20,5%). Акционеры компании-покупателя получают меньшую, но также положительную статистически значимую избыточную доходность в размере 2,6%. Совокупная избыточная доходность оказывается статистически значимой и равняется 5,8%, свидетельствуя о том, что горизонтальные слияния в целом создают стоимость для акционеров компании-цели и компании-покупателя на европейских рынках.

Отдельное направление исследований в рамках анализа эффективности сделок слияний и поглощений посвящено рассмотрению сделок M&A с целью диверсификации. Так, М. Акбулут и Дж. Матсусака (Akbulut, Matsusaka, 2010) исследовали сделки по слияниям и поглощениям с целью диверсификации, имевшие место на протяжении прошедших 57 лет, и выяснили, что средний CAR компании-покупателя от сделок с целью диверсификации в другие отрасли отрицателен и составляет -0,6%. При этом средний CAR компании-цели положителен и равен 0,7% для сделок, которые были осуществлены с помощью наличных средств. Авторами было также высказано предположение о том, что отрицательный CAR в первую очередь связан с сигнальными эффектами, обусловленными выпуском акций.

Х. Шахрур и А. Венкатесваран (Shahrur, Venkateswaran, 2009) в результате анализа 816 сделок слияний и поглощений американских компаний с целью диверсификации пришли к выводу о том, что CAR для акционеров компании-покупателя отрицателен. В качестве объяснения авторы предлагают гипотезу о том, что инвесторы на рынке могут негативно оценивать финансовые перспективы компании-покупателя после сделки.

В рамках исследования на примере американских высокотехнологичных компаний было доказано, что сделки с целью диверсификации или сделки, в которых компания-покупатель выходит на новый для себя рынок, либо не оказывают никакого статистически значимого влияния на стоимость акций компании-покупателя, либо оказывают небольшое, но статистически значимое положительное воздействие. Для индустрии развлечений результат оказался отрицательным: CAR компании-покупателя оказался негативным – на уровне -1,14% на день, следующий после объявления сделки (Rheraume, Bhabra, 2008).

Что касается совокупной доходности от сделки, то в большинстве работ говорится о том, что она положительная, но достаточно мала и варьируется в диапазоне от 1 до 5% (Holmen, Knopf, 2004; Campa, Hernando, 2004). Некоторыми исследователями (Bradley et al., 1988; Lang et al, 1989) выявлена большая совокупная избыточная накопленная доходность – в диапазоне от 7,43 до 11,3%. В ряде работ делается вывод о наличии как положительных, так и отрицательных значений накопленной избыточной доходности (Aktas et al., 2006; Akbulat, Matsusaka, 2003, 2010).

Необходимо также обратить внимание на то, что в случае дружественных сделок по слияниям и поглощениям избыточная накопленная доходность, как правило, оказывается выше, чем в случае враждебных сделок. Например, Дж. Франкс и Р. Харрис (Franks, Harris, 1991), Х. Серваэс (Servaes, 1991) и М. Георген и Л. Реннебург (Goergen, Renneboog, 2004) доказали, что враждебная сделка снижает стоимость акций компании-покупателя от 3% до 5%. Уровень избыточной накопленной доходности может также варьироваться в зависимости от статуса приобретаемой компании (публичная или частная) (Martynova et al., 2008).

Анализ работ, в которых рассматриваются результаты эмпирических исследований на развитых рынках капитала, представлен также в работах С. Григорьевой (Григорьева, 2007), Ивашковской и др. (Ивашковская и др., 2009) и Ивашковской и др. (Ивашковская и др., 2013).

Таблица 1

Сводные результаты анализа эффективности сделок M&A на развитых рынках капитала

№ п/п	Авторы	Размер выборки	Временной период	Окно наблюдения ^{1*}	Основные результаты исследования, %
1	Loderer, C., Martin, K., (1990)	5172 сделки США	1966–1984	-5...0 дней	Average CAR (A ^{2*}) = 0,7

1*. Если не оговорено иное

2*. А – компания-покупатель, Т – компания-цель.

3*. Valuation prediction error.

№ п/п	Авторы	Размер выборки	Временной период	Окно наблюдения ^{1*}	Основные результаты исследования, %
2	Agrawal, A., Jaffe. J., Mandelker, G. (1992)	1164 сделки США	1955–1987	13...24 месяцев 25...36 месяцев 37...48 месяцев 49...60 месяцев	CAAR (A) = -4,94 CAAR (A) = -7,38 CAAR (A) = -8,67 CAAR (A) = -10,26
3	Maquieria, C., Megginson, W., Nail L. (1998)	260 сделок США	1963–1966	-60...+60 дней	Конгломеративные сделки: VPE ^{3*} (A) = -4,8 VPE (T) = 41,7 Неконгломеративные сделки: VPE (A) = 6,4 VPE (T) = 38,1
4	Campa, M.J., Hernando, I. (2004)	262 сделки ЕС	1998–2000	-90...-1 дней -30...+1 дней -30...+30 дней	CAAR (T) = 6,6 CAAR (A) = 2,6 CAAR (T) = 8,85 CAAR (A) = 1,4 CAAR (T) = 8,9 CAAR (A) = 0,6
5	Moeller, S.B., Schlingemann, F.P., Stulz, R.M. (2004)	12 023 сделки США	1980–2001	-1...+1 дней	CAR (A) = 1,1
6	Rheraume, L., Bhabra, S.H. (2008)	2421 сделка США	1993–2005	0...+1 дней	CAAR (A) = -1,14
7	Hackbarth, D., Morellec, E. (2008)	1086 сделок США	1985–2002	-1...+1 дней	CAR (A) = -0.52 CAR (T) = 18.21
8	Shahrur, H., Venkateswaran, A. (2009)	816 сделок США	1978–2003	-2...+2 дней -5...+5 дней -10...+10 дней	CAR (A) = -1.06 CAR (A) = -1.26 CAR (A) = -1.41
9	Huyghebaert, N., Luypaert, M. (2013)	236 горизонтальных сделок ЕС	1997–2008	-1...+1 дней -5...+5 дней	CAR (A) = 10.48 CAR (T) = 0.23 CAR (A) = 12.97 CAR (T) = 0.56

Исследование влияния сделок слияний и поглощений на стоимость компаний на развивающихся рынках капитала

В силу исторических причин большая часть исследований по анализу эффективности сделок слияний и поглощений осуществлена на примере развитых рынков капитала. Вместе с тем в связи с тем, что активность по приобретению компаний в последние годы смещается в целом в сторону развивающихся рынков, исследовательский интерес также смещается вслед за экономической активностью.

Все рассмотренные в рамках настоящей статьи исследования, проводимые на примере компаний с развивающихся рынков, приходят к одному общему выводу: сделки слияний и поглощений создают стоимость для акционеров компаний, участвующих в сделках. С учетом особенностей институциональной среды развивающихся стран особый интерес представляет анализ факторов, которые оказывают влияние на такие результаты сделок.

Например, А. Вонг и др. (Wong et al., 2009), исследуя избыточную доходность 95 сделок слияний и 563 приобретений среди 203 публичных и 455 частных компаний-целей в Гонконге, Китае, Тайване, Сингапуре, Южной Корее и Японии за период 2000–2007 гг. до, во время и после объявления о сделке, пришли к выводу, что в период до объявления о сделке CAAR компании-покупателя уже положителен (2,72%) и статистически значим на 10%-ном уровне значимости. Инвесторы переоценивают эффективность сделок и склонны скупать акции до осуществления сделки. По мере поступления информации об условиях сделки или финансовой информации о компаниях-участниках многие инвесторы меняют свое мнение, и в период объявления о сделке CAR становится незначимым. Однако после объявления о сделке CAR

достигает максимальных значений (9,2%) и статистически значим на 1%-ном уровне значимости. Таким образом, объявление о сделке оказывает положительный эффект на доходность акций азиатских компаний, вовлеченных в сделки слияний и поглощений, в период с 1 до 50 дней после объявления.

Что касается акционеров компаний-целей, то их СААР отрицателен для всех трех окон наблюдений и статистически незначим. По мнению авторов, инвесторы скупают акции компаний-целей задолго до объявления о сделке в надежде на успешную сделку и рост курсовой стоимости, однако, по мере поступления новой информации их ожидания не оправдываются, следует массовая продажа акций и обвал котировок. Таким образом, условия и результаты сделок не благоприятствуют акционерам фирм-целей.

Ц. Чи и др. (Chi et al., 2011) доказали, что рынок Китая имеет собственную специфику по сравнению как с развитыми, так и с развивающимися рынками. Специфика китайского рынка обусловлена в основном тем, что фондовый рынок испытывает значительное влияние со стороны правительства КНР и большинство торгующихся компаний в прошлом принадлежали правительству КНР. В работе Ц. Чи и др. исследуются 1148 сделок (с 1998 по 2003 г.), в которых покупатель – публичная компания, компания-цель – почти всегда закрытая компания. Исследуя изменение доходности акций компаний-покупателей до и после сделки (как краткосрочный период – ± 2 дня, так и более длительный период – ± 6 месяцев), авторы пришли к выводу, что в краткосрочном периоде сделки позитивно влияют на CAR компании-покупателя: накопленная избыточная доходность статистически значима и колеблется от 0,27 до 0,52%. Анализируя причины, авторы отмечают, что политическая сила компании (значительная доля государственной собственности) положительно влияет на доходность для акционеров компании-покупателя после сделки. Более того, межрегиональный характер сделки способствует благоприятным результатам для акций компании-покупателя после сделки, так как покупатель выбирает из большего числа компаний-целей, в том числе вследствие более сильного государственного влияния.

Особенности институциональной среды развивающихся рынков капитала проявляются в том, что избыточная доходность появляется еще до объявления о сделке. В качестве возможной причины современными исследователями называется возможная утечка информации, которая помогает трейдерам строить эффективную стратегию (Chi et al., 2011; Ma et al., 2009).

На примере развивающихся рынков капитала в ряде работ также выявлена положительная зависимость между сделками слияний и поглощений и публичным статусом компании-цели. Например, Н. Рани и др. (Rani et al., 2012) пришли к выводу о том, что на индийском рынке избыточная доходность акций компании-покупателя положительна в случае, если компания-цель приобретает как дочерняя компания, без вовлечения в деятельность компании-покупателя. Если компания приобретает для полного вовлечения в бизнес покупателя, то СААР акционеров компании-покупателя оказывается отрицательным, примерно -5%. По отношению к рынку Индии данный факт позволяет говорить о том, что менеджмент компании предпочитает приобретать компании-цели в статусе дочерней компании, а не для объединения деятельности компании-цели с компанией-покупателем. Эти же исследователи установили, что значение СААР выше в случае приобретения публичной компании-цели.

Помимо статуса приобретаемой компании (публичная или непубличная компания) выдвигаются гипотезы относительно влияния структуры собственности компании-покупателя на избыточную доходность ее акций после сделки. Так, в работе С. Баумика и Е. Селарка (Bhaumik, Selarka, 2012) было проанализировано влияние концентрации собственности на результаты сделок слияний и поглощений в Индии. В результате исследования авторы пришли к выводу, что в целом за период с 1995 по 2004 г. CAR положителен и статистически значим для акций компаний-покупателей, которыми владеет ограниченное число крупных акционеров (0,8 и 2,1% для окон -1/+1 и -10/+10 соответственно), но отрицателен и статистически значим для фирм (12,4 и -2,4%), чьи акции распределены среди множества держателей. Таким образом, авторы подтвердили свои предположения о том, что высокая степень концентрации собствен-

ности среди ограниченного числа держателей акций позволяет смягчить агентский конфликт между менеджером и собственником и, следовательно, положительно сказывается на доходности фирм после сделок слияний и поглощений. Объясняется это тем, что собственники, владея крупными долями в компании, могут сами активно участвовать в принятии стратегических и управленческих решений, что, в частности, характерно для Индии. Вместе с тем, рассматривая доходности акций компаний-покупателей после сделок на различных временных периодах (1995–2000 и 2001–2004 гг.), С. Баумик и Е. Селарка обнаружили статистически незначимое влияние концентрации собственности на результаты сделок. По мнению авторов, это может свидетельствовать о том, что решение агентской проблемы порождает конфликт другого рода – между мажоритарными и миноритарными акционерами, что может сглаживать позитивные последствия и в итоге не привести к росту доходности после сделки M&A.

На примере компаний с развивающихся рынков выявлена отрицательная взаимосвязь между финансированием сделки слияний и поглощений за счет собственных акций и стоимостью акций компании. Так, Б. Манн и Р. Коли (Mann, Kohli, 2009) на примере индийских компаний показали, что наибольшую избыточную доходность получают акционеры компании-цели с закрытием сделки денежными средствами (CAAR 11,2% на окне (-4...+1), а наименьшую – акционеры покупателя при оплате акциями покупателя (CAAR -0,48% на окне (-4...+1)). Следует обратить внимание на то, что избыточная доходность акций компании-покупателя даже при оплате сделки акциями положительна, но с оговорками, что сделка имеет место между компаниями одной группы (within group stock offer) и что выборка по внутригрупповым сделкам мала: в ней всего 17 наблюдений. Можно назвать несколько причин того, почему может иметь место выявленный в результате исследования факт. Во-первых, компании, торгующиеся по цене выше балансовой стоимости, очевидно, имеют перспективы роста, но эти перспективы с приобретением новой компании могут не реализоваться. Во-вторых, считается, что покупатель делит риск покупки и потенциальный провал в реализации синергий с компанией-целью за счет финансирования сделки акциями.

К подобным выводам пришли и Н. Рани и др. (Rani et al., 2012): доходность сделок на рынке Индии, профинансированных денежными средствами, выше, чем при финансировании путем выпуска акций. Однако в исследовании С. Сегал и др. (Seghal et al., 2012), проведенном на основе данных компаний из стран БРИКС, авторы показали, что оплата сделки денежными средствами разрушает стоимость компании, в то время как финансирование путем выпуска акций или смешанное финансирование увеличивают стоимость компании.

Среди прочих возможных объяснений создания высокой избыточной доходности акций компании-цели в сделке, оплачиваемой денежными средствами, можно также назвать налоговые последствия (Mann, Kohli, 2009). Например, избыточная доходность может отражать то обстоятельство, что в цену акций покупателя последним заранее включаются налоговые выплаты с дохода, полученного от сделки в денежной форме.

Необходимо также заметить, что, даже находясь в одной группе, результаты по каждой из развивающихся стран могут отличаться от остальных. Это согласуется с выводами, полученными для компаний с развитых рынков. В работе С. Сегал и др. (Seghal et al., 2012), показано, что CAAR для компаний-покупателей из России, Индии, Китая и Южной Кореи положителен еще до объявления о сделке, а на рынке Южной Африки зафиксированы отрицательные значения CAR до момента наступления события. После совершения сделки CAR компаний из Индии, Китая и Южной Кореи отрицателен, в то время как у южноафриканских компаний доходность оказывается положительной.

В некоторых современных исследованиях высказывается гипотеза о том, что на развивающихся рынках капитала эффективность сделок слияний и поглощений может зависеть от отрасли, к которой принадлежит компания-покупатель и компания-цель (Ma et al., 2009; Seghal et al., 2012). На примере азиатских компаний Ц. Ма и др. (Ma et al., 2009) показали, что среднее значение CAR для акций компаний финансового сектора ниже, чем для нефинансовых компаний. С другой стороны, С. Сегал и др. (Seghal et al., 2012) показали, что избыточная доходность, возникающая при совершении сделки, не зависит от отрасли компаний.

Анализ результатов исследований сделок слияний и поглощений с целью диверсификации с использованием метода событий на примере выборок с развивающихся рынков капитала позволяет сделать вывод о том, что результаты достаточно противоречивы. Если А. Вонг и др. (Wong et al., 2009), как уже отмечалось выше, выявили увеличение накопленной доходности акций компаний-покупателей и снижение стоимости акций компаний-целей, то Е. Пабло (Pablo, 2013) на примере 952 сделок слияний и поглощений латиноамериканских компаний показал, что положительный или отрицательный характер избыточной накопленной доходности зависит от длительности окна наблюдения до и после сделки. Например, для окна (-10...+10) и для компании-покупателя, и для компании-цели в случае международной и локальной диверсификации CAR положителен, а для окон (-5...+5) и (-1...1) уже отрицателен.

И. Ивашковская и др. (Ивашковская и др., 2009) на примере 128 сделок слияний и поглощений стран БРИК за период с 1997 по май 2008 г. выявили положительную реакцию рынка на сделки слияний и поглощений с целью корпоративной диверсификации. Было доказано, что максимально быстрый рост CAR происходит в первые дни после объявления о сделке, однако положительная динамика отчетливо видна за несколько дней до объявления, что, по мнению авторов, может свидетельствовать о том, что информация о сделке проникает на рынок раньше момента объявления и воспринимается рынком положительно. Авторам удалось установить, что с некоторого момента значение CAR начинает плавно снижаться, что отражает корректировку ожиданий инвесторов относительно возможных положительных эффектов сделки.

На примере выборки только по индийским компаниям (63 сделки) Ивашковская и др. показали, что сделки слияний и поглощений приводят к росту стоимости индийских компаний в среднем на 10% для общей выборки сделок и для сделок несвязанной диверсификации и почти на 11% для сделок связанной диверсификации. Для китайских компаний (50 сделок) авторами была также выявлена положительная избыточная доходность, однако она оказалась значимой только за 4 дня до объявления о сделке и на следующий день после объявления (на 5%-ном уровне значимости).

Анализ работ, в которых рассматриваются результаты эмпирических исследований на развивающихся рынках капитала, представлен также в работах С. Григорьевой (Григорьева, 2007), Ивашковской и др. (Ивашковская и др., 2009; Ивашковская и др., 2013).

Таблица 2

Сводные результаты анализа эффективности сделок M&A
на развивающихся рынках капитала

№ п/п	Авторы	Размер выборки	Временной период	Окно наблюдения, дней ^{1*}	Основные результаты исследования, %
1	Ma, J., Pagan, J.A., Chu, Y. (2009)	1477 сделок <i>Азиатские страны</i>	2000–2005	(0...+1) (-1...+1) (-2...+2)	Mean CAR(A ^{2*}) = 0,96 Mean CAR(A) = 1,28 Mean CAR(A) = 1,70
2	Mann, B.J.S., Kohli, R. (2009)	69 сделок <i>Индия</i>	2001–2008	(-4...+1)	<i>Выплаты денежными средствами:</i> CAAR (T) = +11,2 CAAR (A) = +3,5 <i>Выплаты акциями окупателя:</i> CAAR (T) = 2,6 CAAR (A) = -0,48
3	Wong, A., Cheung, K.Y., Mun, T. (2009)	95 слияний и 563 приобретений Китай, Япония, Гонконг, Сингапур, Ю. Корея, Тайвань	2000-2007	(-50...-2) (-1...0) (+1...+50)	CAR (A) = 2,72, CAR (T) = -2,5 CAR (A) = -0,38, CAR (T) = -0,24 CAR (A) = 9,2, CAR (T) = -5,2

1*. Если не оговорено иное

2*. А – компания-покупатель, Т – компания-цель.

3*. Average buy-and-hold combined values.

№ п/п	Авторы	Размер выборки	Временной период	Окно наблюдения, дней ^{1*}	Основные результаты исследования, %
4	Ивашковская И.В., Шамраева С.А., Григориади Е.Е. (2009)	128 сделок БРИК	1997 – май 2008	(-20...+20)	Сделки диверсификации CAR средний = +5,13 (market model) Сделки связанной диверсификации CAR средний = +7,90 (market model) Сделки несвязанной диверсификации CAR средний = +3,83 (market model) Сделки фокусирования CAR средний = +5,25 (market model)
5	Soongswang, A. (2011)	80 сделок Таиланд	1992–2002	(-12... +12)	<i>Market model</i> CACV = 16,3 ABHCVs ⁸ = 20 <i>Market adjusted model</i> CACV = +42,10 ABHCVs = +31,70
6	Chi, J., Sun, Q., Young, M. (2011)	1148 сделок <i>Китай</i>	1998–2003	(-2...+2) (-1...+1) (-2...0) (-1...0) (-6...+6) месяцев	CAR (A) = 0,27 CAR (A) = 0,39 CAR (A) = 0,52 CAR (A) = 0,49 Незначимо
7	Bhaumik, S.K., Selarka, E. (2012)	123 сделки Индия	1995–2004	(-1...+1) (-10...+10) (-1...+1) (-10...+10)	<i>Фирма–покупатель член холдинга и/или семейная компания:</i> CAR (A) = +0,8 CAR (A) = +2,1 <i>Владение фирмой– покупателем размыто:</i> CAR (A) = -2,4 CAR (A) = -12,4
8	Rani, N., Surendra, Y.S., Jain P.K. (2012)	398 сделок Индия	2003–2008	(-1...0) (-1...+1) (-5...+5) (-2...+2) (-20...-2) (+2...+20)	CAR (A) = +1,55 CAR (A) = +1,70 CAR (A) = +1,97 CAR (A) = +2,35 CAR (A) = +2,35 CAR (A) = -3,12
9	Seghal, S., Banerjee, S., Deisting, F. (2012)	214 сделок БРИК, Южная Корея, ЮАР	2005–2009	(-20... -1) (-20...+20) (-1...+1)	CAR (T) = +2,2 CAAR = +2,7 CAAR = 1,95

Заключение

Проведенный анализ современных эмпирических исследований, в которых эффективность сделок слияний и поглощений анализируется с помощью метода event studies, позволяет сформулировать следующие выводы. Отсутствует однозначный ответ на вопрос, создают ли сделки слияний и поглощений стоимость для акционеров компаний: результаты, полученные исследователями, различны не только для развитых и развивающихся рынков капитала, но также и для различных временных периодов.

Причины подобного противоречия могут лежать в плоскости профессионального суждения исследователей: выборка сделок, их география, индустриальная принадлежность компаний, окна, рассматриваемые для определения вмененной и фактически реализованной доходности, период наблюдения – краткосрочный или долгосрочный. Все эти факторы различаются от статьи к статье, что может обуславливать расхождения в полученных результатах.

Анализ работ, выполненных на примере данных с развивающихся рынков капитала, наглядно свидетельствует о том, что получаемые результаты очень близки к результатам, полученным на примере компаний с развитых рынков капитала, когда они проходили аналогичный период своего развития.

Список литературы

1. Григорьева С.А. Финансовые исследования стратегий диверсификации на развитых и растущих рынках капитала. *Корпоративные финансы*. 2007. № 1. С. 111–144. URL: <http://cfjournal.hse.ru/data/2010/12/31/1208181026/06-111-144.pdf>.
2. Ивашковская И.В., Григорьева С.А., Кокорева М.С., Степанова А.Н. и др. *Корпоративные финансовые решения. Эмпирический анализ российских компаний (корпоративные финансовые решения на развивающихся рынках капитала): Монография*. М.: ИНФРА-М, 2013.
3. Ивашковская И.В., Шамраева С.А., Григориади Е.Е. Эмпирический анализ эффективности корпоративной диверсификации на растущих рынках капитала на примере стран БРИК // *Экономический журнал ВШЭ*. 2009. № 3. С. 360–382.
4. Agrawal, A., Jaffe, J.F., Mandelker, G.N. (1992), Post-merger performance of acquiring firms: A reexamination of an anomaly, *Journal of Finance*, 47(XLVII) (1992) 1605–1621.
5. Akbulut, M.E., Matsusaka, J.G. (2003), 50+ years of diversification announcements, *The Financial Review*, 45 (2010) 231–262.
6. Bhaumik, S.K., Selarka, E. (2012), Does ownership concentration improve M&A outcomes in emerging markets? Evidence from India, *Journal of Corporate Finance*, 18 (2012) 717–726.
7. Campa, M.J., Hernando, I. (2004), Shareholder value creation in European M&A-s. *European Financial Management*, 10(1) (2004) 47–81.
8. Chang, S.J., Chen, S.N. (1989), Stock-price Adjustment to Earnings and Dividend Surprises, *Quarterly Review of Economics and Business*, 29(1) (1989) 68.
9. Chi, J., Sun, Q., Young, M. (2011), Performance and characteristics of acquiring firms in the Chinese stock markets, *Emerging Markets Review*, 12 (2011) 152–170.
10. Dong, M., Hirshleifer, D., Richardson, S., Teoh, S.H. (2006), Does investor misvaluation drive the takeover market? *Journal of Finance*, 61(2) (2006) 725–762.
11. Franks, J., Harris, R., Titman, S. (1991), The postmerger share-price performance of acquiring firms, *Journal of Financial Economics*, 29 (1991) 81–96.
12. Goergen, M., Renneboog, L. (2004), Shareholder wealth effects of European domestic and cross-border takeover bids, *European Financial Management*, 10 (1) (2004) 9–45.
13. Gregory, A., McCorriston, S. (2002), Foreign acquisitions by UK limited companies: long-run performance in the US, Continental Europe and the rest of the world, Working Paper, Financial Markets Research Centre, University of Exeter.
14. Hackbarth, D., Morellec, E. (2008), Stock returns in mergers and acquisitions, *Journal of Finance*, 63(3) (2008) 1213–1252.
15. Halpern, P.J. (1973), Empirical estimates of the amount and distribution gains to companies in mergers, *Journal of Business*, 46(4) (1973) 554–575.
16. Hillmer, S.C., Yu, P.L. (1979), The Market Speed of Adjustment to New Information, *Journal of Financial Economics*, 7(4) (1979) 321–345.
17. Holmen, M., Knopf, J. (2004), Minority shareholder protections and the private benefits of control for Swedish mergers, *Journal of Financial Quantitative Analysis*, 39(1) (2004) 167–191.
18. Huyghebaert, N., Luypaert, M. (2013), Value creation and division of gains in horizontal acquisitions in Europe: the role of industry conditions, *Applied Economics*, 45 (2013) 1819–1833.
19. Jensen, M. (1986), Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76(2) (1986) 323–329.
20. Jovanovic, B., Rousseau, P. (2002), The Q-theory of mergers, *American Economic Review*, 92(2) (2002) 198–204.
21. Loderer, C., Martin, K. (1990), Corporate acquisitions by listed firms: the experience of comprehensive sample, *Financial management*, 19 (1990) 17–33.
22. Ma J., Pagan J.A., Chu, Y. (2009), Abnormal Returns to Mergers and Acquisitions in Ten Asian Stock Markets, *International Journal of Business*, 14(3) (2009) 235–250.

23. MacKinlay, A.C. (1997), Event Studies in Economics and Finance, *Journal of Economic Literature*, 35(1) (1997) 13–39.
24. Mann, B.J.S. and Kohli, R. (2009), Impact of Mode of Payment and Insider Ownership on Target and Acquirer's Announcement Returns in India, *The Journal for Decision Makers*, 4(34) (2009) 51–66.
25. Maquieria, C.P., Megginson W.L., Nail L. (1998), Wealth Creation versus wealth redistributions in pure stock-for-stock mergers, *Journal of Financial Economics*, 48 (1998) 3–33.
26. Martynova, M., Renneboog, L. (2008), A century of corporate takeovers: What have we learned and where do we stand?, *Journal of Banking & Finance*, 32 (2008) 2148–2177.
27. Mitchell, M., Stafford, E. (2000), Managerial decisions and long-term stock price performance, *Journal of Business*, 73 (2000) 287–329.
28. Moeller, S.B., Schlingemann, F.P., Stulz, R.M. (2004), Firm size and the gains from acquisitions, *Journal of Financial Economics*, 73 (2004) 201–228.
29. Pablo, E. (2013), Cross-border diversification through M&As in Latin America *Journal of Business Research*, 66 (2013) 425–430.
30. Rani, N., Surendra, Y.S., Jain, P.K. (2012), Impact of Mergers and Acquisition on returns to shareholders of acquiring firms: Indian economy in perspective, *Journal of Financial Management and Analysis*, 25(1) (2012) 1–24.
31. Rheraume, L., Bhabra, H.S. (2008), Value creation in information-based industries through convergence: A study of U.S. mergers and acquisitions between 1993 and 2005, *Information & Management* 45 (2008) 304–311.
32. Roll, R. (1986), The hubris hypothesis of corporate takeovers. *Journal of Business*, 59 (1986) 197–216.
33. Seghal, S., Banerjee, S., Deisting, F. (2012), The Impact of M&A Announcement and Financing Strategy on Stock Returns: Evidence from BRICKS Markets *International Journal of Economics and Finance*, 4(11) (2012) 76–90.
34. Servaes, H. (1991), Tobin's Q and the gains from takeovers, *Journal of Financial Economics*, 46(1) (1991) 409–419.
35. Shahrur, H., Venkateswaran, A. (2009), Industry prospects and acquirer returns in diversifying takeovers, *The Journal of Financial Research*, 1(XXXII) (2009) 23–51.
36. Soongswang, A. (2011), Abnormal returns and combined values, *Asia Pacific Journal of Finance and Banking Research*, 5(5) (2011) 62–79.
37. Travlos, N.G. (1987), Corporate takeover bids, methods of payment, and acquiring firms' stock returns. *Journal of Finance*, 42 (1987) 943–963.
38. Wong, A., Cheung, K.Y., Mun, T. (2009), The Effects of Merger and Acquisition Announcements on the Security Prices of Bidding Firms and Target Firms in Asia, *International Journal of Economics and Finance*, 2(1) (2009) 274–283.

EVENT STUDY METHODOLOGY IN M&A RESEARCH: EVIDENCE FROM DEVELOPED AND EMERGING CAPITAL MARKETS

Skvortsova I.V.,

Master student of the program «Corporate Finance», the project manager of the Strategic Management of the State Atomic Energy Corporation «Rosatom»

Proskurin S.S.,

Master student of the program «Corporate Finance», HSE

Kryhtin V.B.,

Master student of the program «Corporate Finance», HSE

Stelmakhova E.A.,

*Master student of the program «Corporate Finance», HSE,
Financial Analyst at Ernst and Young.*

Ignatiev E.L.,

*Master student of the program «Corporate Finance», HSE,
Financial Manager Ltd. Satels*

Abstract

The current article contains a review of contemporary empirical studies which examine efficiency of mergers and acquisitions through event studies. The article contains analysis of developed and emerging capital markets. The major approaches to assess the impact of mergers and acquisitions on the company value are envisaged in the context of target firms and acquiring firms, as well as the combined impact. The article shows that the studies based on the data from developed and emerging capital markets tend to use primarily short-term event studies.

The analysis performed gives evidence that in the academic literature there is still no definite answer whether mergers and acquisitions create value for the firm's shareholders or not. The results obtained by the researchers vary not only for developed or emerging capital markets but also for different time periods. Potential reasons for this fact may be found in differences in the samples to be examined, geographies of mergers and acquisitions deals, industries where the companies engaged in mergers and acquisitions operate, windows which are used to calculate implied and generated abnormal return, as well as differences in time periods (short-term or long-term event studies).

The analysis performed on the basis of emerging capital markets demonstrates that the obtained results are very close to those obtained on the basis of firms from developed capital markets when they were at the same period of their development.

Key words: mergers and acquisitions, M&A efficiency, company value, cumulative abnormal return (CAR), target company, acquiring company

JEL: G14, G30, G34

References

1. Agrawal A., Jaffe J.F., Mandelker G.N. Post-merger performance of acquiring firms: A reexamination of an anomaly. *Journal of Finance*, 1992, 47(XLVII), pp. 1605–1621.
2. Akbulut M.E., Matsusaka J.G. 50+ years of diversification announcements. *The Financial Review*, 2010, 45, pp. 231–262.

3. Bhaumik S.K., Selarka E. Does ownership concentration improve M&A outcomes in emerging markets? Evidence from India. *Journal of Corporate Finance*, 2012, 18, pp. 717–726.
4. Campa M.J., Hernando I. Shareholder value creation in European M&A-s. *European Financial Management*, 2004, 10(1), pp. 47–81.
5. Chang S.J., Chen S.N. Stock-price adjustment to earnings and dividend surprises. *Quarterly Review of Economics and Business*, 1989, 29(1), pp. 68.
6. Chi J., Sun Q., Young M. Performance and characteristics of acquiring firms in the Chinese stock markets. *Emerging Markets Review*, 2011, 12, pp. 152–170.
7. Dong M., Hirshleifer D., Richardson S., Teoh S.H. Does investor misvaluation drive the takeover market? *Journal of Finance*, 2006, 61(2), pp. 725–762.
8. Franks J., Harris R., Titman S. The postmerger share-price performance of acquiring firms. *Journal of Financial Economics*, 1991, 29, pp. 81–96.
9. Goergen M., Renneboog L. Shareholder wealth effects of European domestic and cross-border takeover bids. *European Financial Management*, 2004, 10 (1), pp. 9–45.
10. Gregory A., McCorrison S. Foreign acquisitions by UK limited companies: long-run performance in the US, Continental Europe and the rest of the world. Working Paper, Financial Markets Research Centre, University of Exeter, 2002.
11. Grigor'eva S.A. Finansovye issledovaniia strategii diversifikatsii na razvitykh i rastushchikh rynkakh kapitala kapitala [Financial research of diversification strategy in developed and emerging capital markets]. *Korporativnye finansy [Corporate finance]*, 2007, № 1, pp. 111–144. Available at: <http://cfjournal.hse.ru/data/2010/12/31/1208181026/06-111-144.pdf>.
12. Hackbarth D., Morellec E. Stock returns in mergers and acquisitions. *Journal of Finance*, 2008, 63(3), pp. 1213–1252.
13. Halpern P.J. Empirical estimates of the amount and distribution gains to companies in mergers. *Journal of Business*, 1973, 46(4), pp. 554–575
14. Hillmer S.C., Yu P.L. The market speed of adjustment to new information. *Journal of Financial Economics*, 1979, 7(4), pp. 321–345.
15. Holmen M., Knopf J. Minority shareholder protections and the private benefits of control for Swedish mergers. *Journal of Financial Quantative Analysis*, 2004, 39(1), pp. 167–191.
16. Huyghebaert N., Luypaert M. Value creation and division of gains in horizontal acquisitions in Europe: the role of industry conditions. *Applied Economics*, 2013, 45, pp. 1819–1833.
17. Ivashkovskaia I.V., Grigor'eva S.A., Kokoreva M.S., Stepanova A.N. i dr. Korporativnye finansovye resheniia. Empiricheskii analiz rossiiskikh kompanii (korporativnye finansovye resheniia na razvivaiushchikhsia rynkakh kapitala): Monografiia. [Corporate financial decisions. Empirical analysis of Russian companies (corporate financial decisions in emerging capital markets: Monograph)] Moscow, INFRA-M, 2013.
18. Ivashkovskaia I.V., Shamraeva S.A., Grigoriadi E.E. Empiricheskii analiz effektivnosti korporativnoi diversifikatsii na rastushchikh rynkakh kapitala na primere stran BRIK [Empirical analysis of corporate diversification efficiency in emerging capital markets: Evidence from BRIC countries]. *Ekonomicheskii zhurnal VShE*, 2009, № 3, pp. 360–382. [Economic journal of HSE], 2009. № 3, pp. 360–382.
19. Jensen M. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 1986, 76(2), pp. 323–329.
20. Jovanovic B., Rousseau P. The Q-theory of mergers. *American Economic Review*, 2002, 92(2), pp. 198–204.
21. Loderer C., Martin K. Corporate acquisitions by listed firms: the experience of comprehensive sample. *Financial management*, 1990, 19, pp. 17–33.
22. Ma J., Pagan J.A., Chu Y. Abnormal returns to mergers and acquisitions in ten Asian stock markets. *International Journal of Business*, 2009, 14(3), pp. 235–250.
23. MacKinlay A.C. Event studies in economics and finance. *Journal of Economic Literature*, 1997, 35(1), pp. 13–39.

24. Mann B.J.S. and Kohli R. Impact of Mode of Payment and Insider Ownership on Target and Acquirer's Announcement Returns in India. *The Journal for Decision Makers*, 2009, 4(34), pp. 51–66.
25. Maquieria C.P., Megginson W.L., Nail L. Wealth creation versus wealth redistributions in pure stock-for-stock mergers. *Journal of Financial Economics*, 1998, 48, pp. 3–33.
26. Martynova M., Renneboog L. A century of corporate takeovers: What have we learned and where do we stand? *Journal of Banking & Finance*, 2008, 32, pp. 2148–2177.
27. Mitchell M., Stafford E. Managerial decisions and long-term stock price performance. *Journal of Business*, 2000, 73, pp. 287–329.
28. Moeller S.B., Schlingemann F.P., Stulz R.M. Firm size and the gains from acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 2004, 73, pp. 201–228.
29. Pablo E. Cross-border diversification through M&As in Latin America. *Journal of Business Research*, 2013, 66, pp. 425–430.
30. Rani N., Surendra, Y.S., Jain, P.K. Impact of mergers and acquisitions on returns to shareholders of acquiring firms: Indian economy in perspective. *Journal of Financial Management and Analysis*, 2012, 25(1), pp. 1–24.
31. Rheraume L., Bhabra H.S. Value creation in information-based industries through convergence: A study of U.S. mergers and acquisitions between 1993 and 2005. *Information & Management*, 2008, 45, pp. 304–311.
32. Roll R. The hubris hypothesis of corporate takeovers. *Journal of Business*, 1986, 59, pp. 197–216.
33. Seghal S., Banerjee S., Deisting F. The Impact of M&A announcement and financing strategy on stock returns: Evidence from BRICKS markets. *International Journal of Economics and Finance*, 2012, 4(11), pp. 76–90.
34. Servaes H. Tobin's Q and the gains from takeovers. *Journal of Financial Economics*, 1991, 46(1), pp. 409–419.
35. Shahrur H., Venkateswaran A. Industry prospects and acquirer returns in diversifying takeovers. *The Journal of Financial Research*, 2009, 1(XXXII), pp. 23–51.
36. Soongswang A. Abnormal returns and combined values. *Asia Pacific Journal of Finance and Banking Research*, 2011, 5(5), pp. 62–79.
37. Travlos N.G. Corporate takeover bids, methods of payment, and acquiring firms' stock returns. *Journal of Finance*, 1987, 42, pp. 943–963.
38. Wong A., Cheung K.Y., Mun T. The Effects of Merger and Acquisition Announcements on the Security Prices of Bidding Firms and Target Firms in Asia. *International Journal of Economics and Finance*, 2009, 2(1), pp. 274–283.

ГЛОБАЛЬНЫЕ СТАНДАРТЫ УЧЕТА:
ИСТОРИЯ ВОПРОСА. ЧАСТЬ 1Сорокина К.В.¹

Данная статья представляет собой первую часть работы, содержащей обзор процесса принятия к использованию Международных стандартов финансовой отчетности (МСФО) на территории стран Европейского союза и других стран мира. Особое внимание в обзоре уделяется процессам, происходящим в США и в Российской Федерации. В последнее время предпринимались многочисленные попытки оценить роль МСФО на развитых и развивающихся рынках капитала, и использовать результаты этой оценки в качестве аргументов «за» и «против» в дискуссии об эффективности регулирования корпоративной отчетности, в частности, введении обязательного требования использовать единые стандарты учета. Два основных регулирующих органа в области корпоративной отчетности в мире, Комиссия по ценным бумагам и биржам (КЦББ) США и Совет попечителей Фонда МСФО, используют результаты академических исследований, проведенных на базе эмпирических наблюдений использования МСФО с 2005 года, для поддержки своей позиции в отношении возможных преимуществ от внедрения глобальных стандартов отчетности и рекомендаций по различным подходам к практической реализации этой идеи. Данные по Российской Федерации не упоминаются в этих исследованиях, что оставляет место для анализа процессов добровольного применения IFRS компаниями в РФ до 2012 года и обязательного применения компаниями определенных категорий после 2012 года.

В данной работе представлен детальный анализ проекта конвергенции, который был реализован органами регулирования финансовой отчетности в США и Европе для устранения различий между двумя системами стандартов – ГААП США и МСФО. Отдельно освещен важный подпроект усовершенствований концептуальных основ, приводится обобщение результатов академических исследований опыта внедрения МСФО в различных странах с 2005 года, и дано краткое описание новой концепции

Ключевые слова: международный учет, внедрение МСФО, правовое регулирование, правоприменение, сегмент «глобальных игроков»

JEL: G14, G15, G30, K22, M41, M48

Введение

Широкое использование МСФО для подготовки финансовой отчетности предприятий, в качестве основных и единственных или в качестве дополнительных к национальным стандартам отчетности или учета началось с 2005 г. С тех пор количество стран – участников этого процесса увеличивается и приобретает уникальный опыт применения единого свода стандартов финансовой отчетности компаниями в различных юрисдикциях – с различными действующими системами правоприменения, со своей историей развития и в различных надзорных средах. Анализ этих процессов, имеющих глобальный характер, заставляет задуматься о принципиальной возможности реализации «хрустальной мечты» мирового сообщества – использовании единых глобальных стандартов финансовой отчетности для компаний во всех странах и на всех рынках капитала.

В первой части статьи приводится обзор существенных событий и проектов, которые происходили в последние четыре года – с 2009 г. по настоящее время – в рамках активности по достижению этой цели двумя основными регуляторами – Советом по МСФО и КЦББ США, дается обзор особенностей внедрения МСФО в США, которые выявил проект по конвергенции стандартов финансового учета и отчетности МСФО и ГААП США².

Во второй части статьи дается краткое описание мирового опыта внедрения на основе анализа эмпирических исследований в различных странах и регионах и освещаются вопросы ново-

1. Зав. кафедрой финансового учета и финансовой отчетности экономического факультета НИУ ВШЭ.

2. US Generally Accepted Accounting Principles (US GAAP). Далее по тексту – ГААП США.

го подхода к применению глобальных стандартов – создание сегмента «глобальных игроков». Также приводится актуальная информация по статусу использования МСФО на территории Российской Федерации. Поскольку при анализе глобальных исследований выяснилось, что данные по Российской Федерации, а также по пространству СНГ в этих исследованиях не упоминаются, представляется интересным проведение подобных исследований для компаний постсоветского правового пространства.

Проект по конвергенции

Рассмотрение процесса формирования единых глобальных стандартов отчетности бизнеса следует начать с признания того факта, что на сегодняшний день в мире существует два лагеря – две системы стандартов, которые определяют правила отчетности компаний в различных странах и на различных рынках капитала, – это ГААП США и МСФО. Поэтому для достижения глобального единообразия одним из ключевых вопросов для регуляторов было максимальное сближение этих систем требований, чтобы подготовить почву для дальнейшего перехода на единую систему стандартов.

Проект по конвергенции двух систем стандартов – МСФО и ГААП США – был начат в 2002 г. в результате соглашения (The Norwalk Agreement, 2002) между двумя организациями, занимающимися разработкой стандартов, Совета по Стандартам Финансового Учета США (ССФУ США)¹ и Совета по МСФО². Целью этого проекта было устранение различий между этими двумя системами стандартов финансового учета, что должно было привести к следующему:

- принятию КЦББ США решения по адаптации или разрешению использовать МСФО для подготовки отчетности компаниями в США;
- расширению распространения сферы использования МСФО на другие страны и, в конечном итоге к формированию на его базе системы глобальных стандартов финансовой отчетности.

Начиная с 2009 г. лидеры группы стран «большой двадцатки» на своих ежегодных встречах призывали к использованию одной системы стандартов в странах группы, что должно было привести к повышению финансовой стабильности, прозрачности информации о компаниях и надежности прогнозирования на финансовых рынках. Таким образом, успешная реализация проекта разрешила бы как технические задачи, так и политические, которым после кризиса 2008 г. разработчики стандартов стали уделять много внимания в своей деятельности.

Оглядываясь назад, хронологию событий можно представить следующим образом. 29 октября 2002 г. Совет по МСФО и ССФУ США подписывают Меморандум о взаимопонимании процесса конвергенции, который обновляется и заново публикуется в феврале 2006 г. и наконец в сентябре 2008 г., уже с конечной целью завершить крупные совместные подпроекты к 2011 г. Проект по конвергенции формировался в течение длительного периода времени и был разделен на подпроекты по работе с отдельными стандартами. Были выделены краткосрочные проекты – их перечень и текущий статус приводится в таблице 1, и основные проекты – в таблице 2. Интересно проанализировать тематику этих проектов, поскольку в большинстве случаев в статус проектов были выделены области различий между двумя системами, а не области потенциального совершенствования стандартов и той и другой системы.

Следует отметить, что из 24 краткосрочных и основных проектов, сформировавших совместный план работы по проекту конвергенции, 9 – это больше одной трети – было приостановлено, или отложено, или исключено из сферы проекта.

1. Financial Accounting Standards Board (FASB). Далее по тексту – ССФУ США.

2. International Accounting Standards Board (IASB). Далее по тексту – Совет по МСФО.

**Проект по конвергенции МСФО и ГААП США.
Краткосрочные подпроекты (Deloitte Publications, 2013)**

Проект	Статус
Затраты по займам	Советом по МСФО был выпущен стандарт МСУ 23 «Затраты по займам» в 2008 г.
Прекращаемые операции	Работа велась только Советом по МСФО и в марте 2004 г. были выпущены два стандарта: МСФО 5 «Внеоборотные активы для перепродажи и прекращаемые операции»
Возможность оценки финансовых инструментов по справедливой стоимости	Работа велась только ССФУ США и в настоящий момент завершена
Государственная помощь	Работа над проектом отложена
Обесценение	Работа над проектом отложена
Налог на прибыль	Проект приостановлен
Инвестиционная собственность	ССФУ США активно работает над проектом
Совместные договоренности	Стандарт МСФО 11 «Совместные договоренности» был выпущен Советом по МСФО в 2011 г.
Исследования и разработки	Работа велась только ССФУ США и в настоящий момент завершена
Отчетность по сегментам	Стандарт МСФО 8 «Операционные сегменты» был выпущен Советом по МСФО в 2008 г.
События после отчетной даты	Работа велась только ССФУ США.

Таблица 2

**Проект по конвергенции МСФО и ГААП США.
Основные совместные подпроекты (Deloitte Publications, 2013)**

Проект	Статус
Объединение бизнеса	Согласованные стандарты были выпущены обоими участниками проекта в 2008 г.
Концептуальные основы	Проект был завершен частично. Работа была прекращена в 2010 г. на фазе D (всего в проекте планировалось 8 фаз) «отчитывающаяся единица», и Совет по МСФО начал свой собственный проект по улучшению концептуальных основ системы стандартов финансовой отчетности
Консолидация	Согласованные стандарты были выпущены обоими участниками проекта в 2011 г.
Прекращение признания	Совет по МСФО и ССФУ США не могли прийти к единому мнению и выработать согласованное решение, вместо этого были внедрены дополнительные требования к раскрытию информации.
Оценка по справедливой стоимости	Согласованные стандарты были выпущены обоими участниками проекта в 2011 г.
Финансовые инструменты	Этот проект – в списке приоритетных у обеих организаций, и работа по нему активно ведется. Проект состоит из ряда подпроектов, некоторые из них завершены, некоторые – в работе
Презентация финансовых отчетов	Общий проект приостановлен. Внедрены некоторые изменения к существующим требованиям относительно представления отчета о совокупном доходе
Контракты по страхованию	Этот проект – в списке приоритетных у обеих организаций, и работа по нему активно ведется
Нематериальные активы	В 2007 г. было принято совместное решение не включать этот проект в сферу проекта по конвергенции
Лизинг	Этот проект – в списке приоритетных у обеих организаций, и работа по нему активно ведется
Обязательства и капитал	Проект приостановлен.
Обязательства по пенсионным выплатам	Работа над совместным проектом была отложена
Признание выручки	Этот проект – в списке приоритетных у обеих организаций, и работа по нему активно ведется

В апреле 2009 г. лидеры «большой двадцатки» публикуют Декларацию об усилении финансовой системы (Declaration on Strengthening the Financial System, 2009), где отдельный раздел посвящен стандартам финансового учета. Безусловно, в этом документе, выпущенном в разгар финансового кризиса в Европе, особое внимание уделяется оценке финансовых инстру-

ментов, а также таким аспектам этой оценки, как справедливая стоимость, ликвидность, резервы по кредитам, отражение в отчетности неопределенности и забалансовой информации, однако подчеркивается непосредственная связь работы по улучшению конкретных стандартов учета и отчетности с формированием единой глобальной системы стандартов отчетности бизнеса. На саммите в Питсбурге в сентябре 2009 г. лидеры «большой двадцатки» ставят задачу завершить конвергенцию учетных стандартов в странах – членах «большой двадцатки» к июню 2011 г. (Leaders' Statement, the Pittsburgh summit, 2009).

В качестве реакции на поставленную задачу в ноябре 2009 г. Совет по МСФО и ССФУ США делают совместное заявление, подтверждающее приверженность подходу конвергенции, включая последнюю версию «дорожной карты» по завершению основных проектов к 2011 г.

Однако уже в 2010 г. стало понятно, что проект к указанной дате завершен не будет, и, соответственно, потребовался отчет о прогрессе, который был подготовлен совместно Советом по МСФО и ССФУ США в апреле 2011 г. (Progress report on IASB-FASB convergence work, 2011). В этом отчете дата завершения всех проектов по конвергенции сдвинута на конец 2011 г.

Одновременно Совет по МСФО проводит исследование по оценке возможной даты и методов перехода на пересмотренные стандарты (Request for Views... 2010), в котором анализируется точка зрения компаний, готовящих финансовую отчетность, аудиторов, инвесторов, кредиторов и прочих пользователей, включая регуляторов и биржи, по вопросам методологий и временных горизонтов внедрения новых стандартов и походов, включая концепцию раннего внедрения, по вопросам международной конвергенции, а также по первому применению МСФО для компаний.

В это же время СЦЦБ США формирует Рабочий план по оценке возможностей применения МСФО для котируемых компаний на внутреннем рынке США¹, в рамках которого затем в 2011–2012 гг. был подготовлен ряд отчетов по результатам исследований различных аспектов внедрения МСФО в США. В июле 2012 г. КЦББ выпускает финальный документ, который завершает исследования в рамках Рабочего плана. Однако этот документ не содержит ни решения и применений МСФО в США, ни рекомендаций по принятию и внедрению такого решения, ни временного горизонта для следующих шагов.

В ноябре 2011 г. на саммите в Каннах лидеры «большой двадцатки» в своей декларации (Cannes Summit Final Declaration... 2011) опять призывают завершить процесс конвергенции, и тогда же запрашивают очередной отчет о прогрессе. Такой отчет (Joint Update Note... 2012) был подготовлен в своей финальной версии к апрелю 2012 г., и в нем Совет по МСФО, по сути, рапортовал о завершении основного объема работ по конвергенции, за исключением четырех областей, работы по которым были перенесены на будущее: признание выручки, лизинг, финансовые инструменты и контракты на страхование.

Следующим логичным шагом было ожидать от стран, еще не использующих МСФО, начать это делать. Страна, которая, являясь родиной единственной значимой альтернативы МСФО, активно участвовала в разработке новой улучшенной версии МСФО, на своем внутреннем рынке применять МСФО отказалась.

Использование МСФО в США

Как уже упоминалось, в ходе работы проекта по конвергенции КЦББ выпустила ряд документов, в которых производилась попытка оценить возможности применения МСФО для внутреннего рынка США, варианты перехода на МСФО и связанные с этим затраты компаний. В феврале 2010 г. был сформирован Рабочий план для проведения необходимых исследований и анализа для определения того, когда и каким образом МСФО будут внедрены в системы финансовой отчетности, действующие на территории США. Тогда же был произведен анализ способов перехода на МСФО, который использовали другие юрисдикции, и было выявлено два основных подхода:

1. Work Plan for the Consideration of Incorporating International Financial Reporting Standards into the Financial Reporting System for U.S. Issuers, 2010. Далее по тексту – Рабочий план.

- конвергенция (Convergence approach) – подход, который предполагает внесение изменений в локальные стандарты с тем, чтобы они соответствовали МСФО; и
- адаптация (Endorsement approach) – подход, который предполагает использование МСФО на территории страны без модификаций в качестве действующего стандарта отчетности; в этом случае локальные стандарты перестают существовать.

В декабре 2010 г. Поль Бесвик, заместитель главного бухгалтера КЦББ, на конференции Американского института сертифицированных присяжных бухгалтеров (АИ СОБ)¹ впервые высказал идею об использовании в США гибридного подхода – «condorsment approach». Этот подход подразумевал, что ГААП США продолжит свое существование, но будут внесены изменения в существующие стандарты, с тем чтобы устранить отличия от МСФО. Новые стандарты системы МСФО предлагалось инкорпорировать в ГААП США без модификации, поскольку участие ССФУ США в их разработке обуславливало согласование концепций и подходов. Переход предполагалось совершать не в один день; вся стадия конвергенции могла бы продлиться пять-семь лет.

В мае 2011 г. в рамках выполнения Рабочего плана КЦББ США выпустила документ с более существенным анализом этой идеи – «Изучение возможных путей внедрения» (Work Plan... 2011). В нем, в частности, утверждалось, что по окончании переходного периода компания в США, выпускающая отчетность в соответствии с ГААП США, сможет также представить отчетность в соответствии с МСФО. Включение МСФО в ГААП США на основе общих концептуальных основ позволит решить задачу получения единой системы высококачественных и принятых к использованию глобально стандартов учета, но в этом процессе следует минимизировать стоимость и усилия, необходимые для внедрения МСФО в финансовые системы компаний, выпускающих отчетность в США, а также сохранить полномочия национального разработчика стандартов в США. Сохранение этих полномочий выделось в придании ССФУ США следующих функций, помимо принятия решений о включении новых стандартов МСФО в «тело» ГААП США:

- Предоставление компаниям в США, выпускающим отчетность, дополнительных разъяснений по практическому внедрению МСФО.
- Информирование Совета по МСФО о возможных пробелах в стандартах и предоставлении рекомендаций по устранению этих пробелов, а также в спорных вопросах практического применения.
- В случае отсутствия решения, которое удовлетворило потребностям рынков капитала США, ССФУ США может сформулировать дополнительные требования по раскрытию информации; или ограничить выбор между альтернативными методами учета, разрешенными в МСФО, для компаний в США с целью достижения большей сравнимости в учетной практике США; или установить свои требования в тех областях, которые не освещены в МСФО.

В ноябре 2011 г. в рамках работы по Рабочему плану КЦББ выпустила еще два документа (Staff Papers). Первый документ «Анализ применения МСФО на практике» (Work Plan for the Consideration... 2011) содержал анализ последних годовых консолидированных отчетов 183 компаний из 36 индустрий, подготовленных в соответствии с МСФО и опубликованных на английском языке. Компании выбирались из списка Fortune Global 500 (500 компаний с самой большой выручкой), вели бизнес в 22 двух странах, 80% выборки представляли Европейский союз, при этом Китай и Австралия были представлены более чем пятью компаниями. Выводы из данного анализа были сделаны следующие:

- В целом финансовая отчетность компаний соответствует МСФО. Однако прозрачность и ясность информации в финансовой отчетности выборки следует улучшить. Отмечена недостаточность раскрытия в области учетной политики, релевантной для компаний, то есть компании не предоставляли достаточных деталей учетной политики, необходимых для понимания используемых принципов учета пользователями

1. American Institute of Certified Public Accountants (AICPA). Далее по тексту – АИ СОБ.

финансовой отчетности, включая области, оказывающие наиболее существенное влияние на формирование сумм, признанных в финансовой отчетности.

- В некоторых случаях раскрытие или нераскрытие информации ставит под вопрос сам факт соответствия отчетности МСФО.
- Наблюдаемое в отчетности разнообразие вариантов применения МСФО представляет трудности для сравнения компаний из разных стран и индустрий. В одних случаях такое разнообразие происходит из-за сущности самих стандартов – возможности использовать различные опции или отсутствия разъяснений в стандартах вообще. В других случаях, источником этого разнообразия является несоответствие отчетности МСФО. В то время как локальные стандарты могут улучшить сравнимость в рамках одной страны, они снижают сравнимость на глобальном уровне.

Второй документ – «Сравнение ГААП США и МСФО» (Work Plan for the Consideration... 2011) представлял собой попытку оценки готовности МСФО для применения во внутренней системе отчетности США. В нем были проанализированы области, которые до сих пор не отражены в МСФО или отражены с недостаточностью деталей. Анализ проводился путем сравнения требований к учету по ГААП США с соответствующими стандартами МСФО. Из анализа были исключены области, по которым проводилась работа в рамках проекта по конвергенции, а также те, по которым ССФУ и IASB договорились проводить дальнейшую совместную работу. Общий вывод подтверждает, что ГААП США содержит более детальные и специфичные требования, чем МСФО, а также выделяет следующие фундаментальные различия:

- МСФО содержит широко трактуемые принципы учета транзакций по всем индустриям, а конкретные инструкции и исключения из общих правил представлены очень ограниченно.
- Существуют фундаментальные различия между концептуальными основами ГААП США и МСФО, которые включают различный уровень полномочий, разное определение и признание активов и обязательств.

Интересно, что проект по конвергенции концептуальных основ ГААП США и МСФО был начат еще в 2004 г., была завершена одна фаза из восьми, а в 2010 г. проект был приостановлен. В декабре 2012 г. Совет по МСФО возобновил работу над пересмотром концепции, рассматривая ее уже как самостоятельный проект, без участия ССФУ США.

Во второй части статьи основные этапы проекта по конвергенции концепции будут рассмотрены более подробно. Но, обобщая, можно сказать, что большая часть работы будет проводиться Советом по МСФО в ближайшем будущем.

И наконец, в июле 2012 г. был выпущен финальный документ, который завершал работу по плану, суммировал основные выводы предыдущих документов и содержал консолидированное мнение КЦЦБ США в следующих областях: наблюдения КЦЦБ США относительно организации функционирования и взаимодействия Фонда МСФО и Совета по МСФО; вопрос о возможности использования МСФО в качестве глобальных стандартов; вопрос о возможности принятия МСФО к использованию в США; и наблюдения о трудностях, с которыми столкнулись на этом пути другие страны. Основные существенные темы финального отчета (Work Plan for the Consideration... 2012) приведены ниже.

- Пути перехода США на МСФО. В работе над этим проектом рассматривалось большое количество вариантов ответа на вопрос о том, как осуществлять внедрение МСФО, начиная с отказа от такого внедрения в принципе и до насаждения МСФО как обязательных стандартов финансовой отчетности для компаний, котирующихся на рынках США. Однако по мере проведения исследования стало ясно, что идея принудительного внедрения не вызывает поддержки существенного большинства участников рынков капитала в США, а также не является опробованным подходом на других основных мировых рынках капитала. Соответственно, в фокусе внимания оказались более мягкие подходы, с постепенной адаптацией или конвергенцией стандартов, выпущенных ССФУ США и Советом по МСФО. Рассматривались следующие факторы:

- Влияние на процесс принятия стандартов. Почти все юрисдикции, принявшие к использованию МСФО, обеспечивали некоторый процесс по оценке пригодности этих стандартов для использования на локальных рынках, а также в рамках существующей законодательной и отчетной систем. Конкретная конфигурация процесса принятия решения по этому вопросу зависит от ряда факторов, начиная с чисто технических (например, согласования с требованиями национального законодательства) и до политических (например, стремления юрисдикции сохранить контроль над разработкой и принятием национальных стандартов учета). Такой процесс адаптации позволял бы юрисдикции также осуществлять влияние на общий процесс разработки стандартов, поскольку потенциальная угроза отказа какой-либо юрисдикции от принятия предлагаемого стандарта учета могла бы повлиять на решение Совета МСФО по сфере внедрения стандарта, методам учета отдельных транзакций, а также по временным горизонтам возможного внедрения отдельных стандартов.
- Затраты на переход. В процессе работы над планом была получена объемная обратная связь от котирующихся компаний по возможным последствиям прямого перехода на МСФО. Среди основных областей тревоги фигурировали существенные затраты для компании и путаница для инвесторов. Неочевиден был ответ на вопрос получения выгод от полномасштабного перехода, соотносимых с затратами на пересмотр и обновление существующей учетной политики и процедур, апгрейд существующей или внедрение новой информационной системы, изменение в дизайне процедур внутреннего контроля, обучение персонала и инвесторов в области изменения учетной политики и последствий этих изменений. Ни одно внедрение изменений не обходится без затрат времени и финансов, тем не менее в документе выражено мнение, что методы непрямого перехода на МСФО могут снизить общие затраты и продлить временной горизонт внедрения.
- Соответствие ГААП США. По мнению регуляторов индустрии в США, юристов и других авторитетных государственных органов, в настоящее время ГААП США настолько глубоко внедрен в законодательную базу и регулирование, а также в условия существенного количества контрактов, что усилие по изменению ссылок с ГААП США на МСФО практически не представляется возможным, по крайней мере в ближайшем будущем. Эволюция МСФО. В документе отмечается, что Совет по МСФО добился существенного прогресса в вопросе разработки всеобъемлющего комплекта стандартов учета, в том числе в рамках проектов по конвергенции с ГААП США. Глобальное финансовое сообщество оценивает высокое качество стандартов, выпущенных Советом по МСФО. Однако продолжают оставаться «серые» области учета, в которых отсутствуют разъяснения или требуется их существенная доработка. В ГААП США также существуют такие области, но участники рынков США считают, что в МСФО таких пробелов больше.
- Процесс создания Интепретаций. В документе отмечается, что одной из важных функций разработчиков стандартов является выявление на регулярной основе наиболее часто встречающихся спорных вопросов в применении МСФО, и предоставления необходимых разъяснений, что и призван делать Комитет по интерпретациям (КИ МСФО)¹. Также отмечается пожелание, чтобы это происходило более регулярно.
- Привлечение к работе Совета по МСФО национальных разработчиков стандартов учета. С целью разработки глобальных стандартов учета, применяемых в разных юрисдикциях, Совет по МСФО должен понимать особенности ряда специфических систем регулирования и отчетности. Существующий процесс взаимодействия с национальными организациями в разработке стандартов предусматривает периодическую коммуникацию, встречи и обсуждение во-

1. IFRS Interpretations Committee (IFRS IC). Далее по тексту – КИ МСФО.

просов учета и проектов Комитета. Однако следует обеспечить большее вовлечение экспертов из разных стран в работу над конкретными проектами, в процессы коммуникации с национальными инвесторами, для выявления областей, где существует потребность более однозначной трактовки практического применения или разработки дополнительных разъяснений, а также для проведения анализа последствий внедрения новых стандартов.

- Практическое применение и обязательное требование в глобальном масштабе. В результате анализа практического применения МСФО было выявлено, что уменьшение разнообразия возможных вариантов учета, разрешенных в МСФО, позволит повысить единообразие в применении стандартов в разных странах. С другой стороны, это предполагает более тесное взаимодействие с национальными организациями для формирования единой точки зрения и подходов к практическому применению глобальных стандартов, и к механизмам принудительного внедрения.
- Надзор за деятельностью Совета по МСФО. В документе отмечается, что структура корпоративного управления фонда МСФО предполагает разумный баланс между надзором за деятельностью Совета по МСФО и поддержкой его независимой деятельности. Как закономерно для глобальной организации, комитет не разрабатывает стандарты применимо для какого-то конкретного рынка капитала. Тем не менее необходимо обеспечить механизм защиты прав и интересов инвесторов из США и на рынках США в процессе разработки стандартов МСФО.
- Финансирование процесса разработки стандартов. Хотя Фонд МСФО сделал многое для того, чтобы механизм финансирования был всеохватывающим, открытым и индивидуальным для каждой страны, как некоммерческая частная организация он не имеет возможностей запрашивать или требовать финансирование. И хотя на сегодня МСФО используют более чем в 100 странах по всему миру, финансирование поступает от бизнесов, некоммерческих организаций и правительств из менее чем 30 стран. До настоящего времени попечителям фонда не удалось получить финансирование той части бюджета Комитета по МСФО, которая приходится на долю США. Частично это можно компенсировать услугами ССФУ США: например, участием в проекте по конвергенции, но общее состояние с механизмами финансирования, а также существенная опора на фонды, предоставляемые большими аудиторскими компаниями, вызывает тревогу.
- Понимание инвесторами. Получена обратная связь от инвесторов относительно того, как они принимают участие в процессе разработки стандартов. Наблюдается отсутствие единого подхода к обучению инвесторов в области вопросов учета и изменений в стандартах учета. Для понимания последних изменений в стандартах инвесторы в основном опираются на информацию от котируемых компаний, больших аудиторских фирм и публикации в прессе, однако процессы в области вовлеченности инвесторов могут быть улучшены.

Примечательно, что в данном отчете не содержится никаких рекомендаций по тому, какие следующие шаги могут быть предприняты Комиссией, ни в каком временном горизонте. Отмечается, что отчет не утвержден Комиссией, необязательно отражает ее точку зрения, и что его публикация не предполагает, и не следует рассматривать ее в этом ракурсе, что Комиссией приняты какие-либо решения по тому, следует или нет встраивать МСФО в систему финансовой отчетности для котируемых компаний в США, а если да, то каким образом это следует делать. Рабочий план также не был сформулирован таким образом, чтобы в итоге дать ответ на фундаментальный вопрос: является ли переход на МСФО наилучшим решением в интересах рынков ценных бумаг США вообще и инвесторов в США в частности. И хотя он завершен, в отчете четко сформулировано, что перед тем как будет принято финальное решение, необходим дополнительный анализ и исследования. Завершение рабочего плана – это важный шаг для США, но многие вопросы остались без ответа.

Отчет получил много критики в свой адрес от различных профессиональных сообществ и организаций как в США, так и в других странах, в основном из-за отсутствия четко выраженной позиции и дальнейшего плана действий. Практически сразу же после выхода этого отчета Совет попечителей фонда МСФО поручил персоналу фонда провести детальный анализ отчета КЦББ США, и конкретно:

- Для получения максимального положительного эффекта от этого анализа и для Совета МСФО, и для международного сообщества следует оценить выводы исследования США в международном контексте.
- При проведении анализа следует использовать другие авторитетные и надежные источники информации, включая академические исследования и релевантные отчеты и опыт других юрисдикций, которые уже совершили переход на МСФО.
- На основании отчета КЦББ США и других исследований следует также выявить возможности для дальнейшего совершенствования деятельности Фонда и Совета МСФО.

Отчет Фонда МСФО по результатам проведенного анализа (Report to the Trustees... 2012) был опубликован 22 октября 2012 г. и помимо признания того факта, что многие пункты в отчете КЦББ США справедливы и полезны для рассмотрения и усовершенствования работы Фонда МСФО, выявлял дискуссионные моменты анализа.

Дискуссия продолжает разворачиваться вокруг идеи о включении разъяснений по индустриальным особенностям учета в «тело» стандартов. Позиция совета МСФО остается прежней и состоит в том, чтобы разрабатывать принципы учета транзакций, единые для всех индустрий, а не насыщать стандарты деталями отдельных индустриальных особенностей. Следует вспомнить, что в 2008 г. КЦББ США опубликовал отчет комиссии Позена (Final Report of the Advisory... 2008), где также было рекомендовано удалить из ГААП США индустриальные разъяснения, чтобы избежать усложнения стандартов.

По вопросам адаптации стандартов к применению в США, организации процесса «endorsement» и собственно перехода компаний на МСФО в отчете рекомендуется более детальное изучение опыта других юрисдикций, которые уже перешли на МСФО, и этот международный опыт может быть ценным источником информации для США.

Как видно из отчета, единая позиция в отношении глобальных стандартов еще не выработана, а пока Фонд МСФО продолжает анализировать опыт других стран по внедрению МСФО, и формировать «бизнес-кейс» для признания МСФО глобальными стандартами учета и отчетности.

Во второй части статьи мы продолжим рассмотрение процесса внедрения МСФО в мире, в частности, познакомимся с проектом по разработке и совершенствованию Концептуальных основ стандартов финансовой отчетности, изучим уроки внедрения МСФО в разных странах, идею «сегмента глобальных игроков» и определим статус Российской Федерации в этом процессе.

Список литературы

1. Cannes Summit Final Declaration – Building Our Common Future: Renewed Collective Action for the Benefit of All, November 2011, URL: <http://www.g20.utoronto.ca/2011/2011-cannes-declaration-111104-en.html>.
2. Deloitte publications: Framework. URL: <http://www.iasplus.com/en/standards/other/framework>.
3. Deloitte publications: IASB-FASB convergence. URL: <http://www.iasplus.com/en/projects/completed/other/iasb-fasb-convergence>.
4. IASB and FASB Memorandum of Understanding on convergence. URL: http://www.ifrs.org/Use-around-the-world/Global-convergence/Convergence-with-US-GAAP/Documents/Norwalk_agreement.pdf.
5. IASB's Request for Views on Effective Dates and Transition Methods, URL: <http://www.ifrs.org/Current-Projects/IASB-Projects/Effective-Dates/Requestview1010/Documents/RequestViewsNFDOct10.pdf>.
6. Progress report on IASB-FASB convergence work, 21 April 2011, URL: http://www.fasb.org/cs/ContentServer?pagename=FASB%2FDocument_C%2FDocumentPage&cid=1176158460551.
7. Final Report of the Advisory Committee on Improvements to Financial Reports to the US SEC, August 1, 2008, URL: <http://www.sec.gov/about/offices/oca/acifr/acifr-finalreport.pdf>
8. Global Plan Annex: Declaration on Strengthening the Financial System. Statement Issued by the 20 Leaders London, April 2, 2009, URL: <http://www.g20.utoronto.ca/2009/2009ifi.html>.
9. Leaders' Statement: The Pittsburgh Summit September 24–25 2009/ URL:
10. http://www.mofa.go.jp/policy/economy/g20_summit/2009-2/statement.pdf.
11. Joint Update Note from the IASB and FASB on Accounting Convergence. Note from IASB on Governance Enhancements, April 2012, URL: http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_120420d.pdf.
12. Work Plan for the Consideration of Incorporating International Financial Reporting Standards into the Financial Reporting System for U.S. Issuers. URL: <http://www.sec.gov/spotlight/globalaccountingstandards/globalaccountingstandards.pdf>.
13. Work Plan for the Consideration of Incorporating International Financial Reporting Standards into the Financial Reporting System for U.S. Issuers: Progress Report_(Oct. 29, 2010) (“2010 Progress Report”). URL: <http://www.sec.gov/spotlight/globalaccountingstandards/workplanprogress102910.pdf>.
14. Work Plan for the Consideration of Incorporating International Financial Reporting Standards into the Financial Reporting System for U.S. Issuers: Exploring a Possible Method of Incorporation, A Securities and Exchange Commission Staff Paper May 26, 2011, URL: <http://www.sec.gov/spotlight/globalaccountingstandards/ifrs-work-plan-paper-052611.pdf>.
15. Work Plan for the Consideration of Incorporating International Financial Reporting Standards into the Financial Reporting System for U.S. Issuers: Comparison of U.S. GAAP and IFRS, A Securities and Exchange Commission Staff Paper, November 16, 2011, URL: <http://www.sec.gov/spotlight/globalaccountingstandards/ifrs-work-plan-paper-111611-gaap.pdf>.
16. Work Plan for the Consideration of Incorporating International Financial Reporting Standards into the Financial Reporting System for U.S. Issuers: An Analysis of IFRS in Practice, A Securities and Exchange Commission Staff Paper, November 16, 2011, URL: <http://www.sec.gov/spotlight/globalaccountingstandards/ifrs-work-plan-paper-111611-practice.pdf>.
17. Work Plan for the Consideration of Incorporating International Financial Reporting Standards into the Financial Reporting System for U.S. Issuers: Final report, July 13, 2012. URL: <http://www.sec.gov/spotlight/globalaccountingstandards/ifrs-work-plan-final-report.pdf>.
18. Report to the Trustees of the IFRS Foundation. IFRS Foundation staff analysis of the SEC Final Staff Report—Work Plan for the consideration of incorporating IFRS into the financial reporting system for US issuers, 22 October 2012, URL: <http://www.ifrs.org/Use-around-the-world/Global-convergence/Convergence-with-US-GAAP/Documents/Analysis-of-SEC-Final-Staff-Report.pdf>.

Katerina Sorokina

*Associate Professor Faculty of Economics
School of Finance Department of Financial Accounting and Reporting*

Abstract

This article represents the first part of the paper which contains the overview of the process of promoted adoption of International Financial Reporting Standards (IFRS) in European Union, and other countries of the world, with a special attention paid to the processes in the US and Russian Federation. Recently there were many attempts to assess the role of IFRS in developing and developed capital markets, and to use the results of this kind of assessments as sources for pros and cons of regulating corporate reporting by making mandatory requirement to use a one common set of accounting standards. Regulating bodies such as Security and Exchange Commission in the US and the Board of Trustees of IFRS Foundation use the results of academic research based on empirical investigations provided by widespread use of IFRS since 2005 in order to support their position and recommendations on the approaches to global reporting implementation and expected benefits. Data from Russian Federation is not mentioned in this research which leaves a lot of space for relevant analysis for IFRS voluntary application before 2012 and mandatory application since 2012 for selected set of businesses.

In the paper there is a detailed analysis of the convergence project that was performed by regulatory bodies in the US and Europe in order to eliminate differences between two sets of standards – US GAAP and IFRS. Separate section is devoted to the very important subproject of enhancing the conceptual framework for financial reporting. Also included is the summary of academic research on the lessons learned by countries implemented IFRS since 2005, and short introductions to the new concept of implementation only for “global segment players. As well this paper provides the review of issues related to IFRS implementation in Russian Federation.

Key words: international accounting, IFRS implementation, regulation, enforcement, global players segment

JEL: G14, G15, G30, K22, M41, M48

References

1. Cannes Summit Final Declaration – Building Our Common Future: Renewed Collective Action for the Benefit of All (November 2011). Available at: <http://www.g20.utoronto.ca/2011/2011-cannes-declaration-111104-en.html> .
2. Deloitte publications: Framework. Available at: <http://www.iasplus.com/en/standards/other/framework>.
3. Deloitte publications: IASB-FASB convergence. Available at: <http://www.iasplus.com/en/projects/completed/other/iasb-fasb-convergence>.
4. Final Report of the Advisory Committee on Improvements to Financial Reports to the US SEC (August 1, 2008). Available at: <http://www.sec.gov/about/offices/oca/acifr/acifr-finalreport.pdf>
5. Global Plan Annex: Declaration on Strengthening the Financial System. Statement Issued by the 20 Leaders London (April 2, 2009). Available at: <http://www.g20.utoronto.ca/2009/2009ifi.html>.
6. IASB and FASB Memorandum of Understanding on convergence. Available at: http://www.ifrs.org/Use-around-the-world/Global-convergence/Convergence-with-US-GAAP/Documents/Norwalk_agreement.pdf.
7. IASB’s Request for Views on Effective Dates and Transition Methods. Available at: <http://www.ifrs.org/Current-Projects/IASB-Projects/Effective-Dates/Requestview1010/Documents/RequestViews-NFDOct10.pdf>.
8. Joint Update Note from the IASB and FASB on Accounting Convergence. Note from IASB on Governance Enhancements (April 2012). Available at: http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_120420d.pdf.

9. Leaders' Statement: The Pittsburgh Summit (September 24–25 2009). Available at: http://www.mofa.go.jp/policy/economy/g20_summit/2009-2/statement.pdf.
10. Progress report on IASB-FASB convergence work (21 April 2011). Available at: http://www.fasb.org/cs/ContentServer?pagename=FASB%2FDocument_C%2FDocumentPage&cid=1176158460551.
11. Report to the Trustees of the IFRS Foundation. IFRS Foundation staff analysis of the SEC Final Staff Report—Work Plan for the consideration of incorporating IFRS into the financial reporting system for US issuers (22 October, 2012). Available at: <http://www.ifrs.org/Use-around-the-world/Global-convergence/Convergence-with-US-GAAP/Documents/Analysis-of-SEC-Final-Staff-Report.pdf>.
12. Work Plan for the Consideration of Incorporating International Financial Reporting Standards into the Financial Reporting System for U.S. Issuers. Available at: <http://www.sec.gov/spotlight/globalaccountingstandards/globalaccountingstandards.pdf>.
13. Work Plan for the Consideration of Incorporating International Financial Reporting Standards into the Financial Reporting System for U.S. Issuers: Progress Report (“2010 Progress Report”) (Oct. 29, 2010). Available at: <http://www.sec.gov/spotlight/globalaccountingstandards/workplanprogress102910.pdf>.
14. Work Plan for the Consideration of Incorporating International Financial Reporting Standards into the Financial Reporting System for U.S. Issuers: Exploring a Possible Method of Incorporation, A Securities and Exchange Commission Staff Paper (May 26, 2011). Available at: <http://www.sec.gov/spotlight/globalaccountingstandards/ifrs-work-plan-paper-052611.pdf>.
15. Work Plan for the Consideration of Incorporating International Financial Reporting Standards into the Financial Reporting System for U.S. Issuers: Comparison of U.S. GAAP and IFRS, A Securities and Exchange Commission Staff Paper (November 16, 2011). Available at: <http://www.sec.gov/spotlight/globalaccountingstandards/ifrs-work-plan-paper-111611-gaap.pdf>.
16. Work Plan for the Consideration of Incorporating International Financial Reporting Standards into the Financial Reporting System for U.S. Issuers: An Analysis of IFRS in Practice, A Securities and Exchange Commission Staff Paper (November 16, 2011). Available at: <http://www.sec.gov/spotlight/globalaccountingstandards/ifrs-work-plan-paper-111611-practice.pdf>.
17. Work Plan for the Consideration of Incorporating International Financial Reporting Standards into the Financial Reporting System for U.S. Issuers: Final report (July 13, 2012). Available at: <http://www.sec.gov/spotlight/globalaccountingstandards/ifrs-work-plan-final-report.pdf>.