



ISSN 2073-0438



№ 2(26) 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

РЕДАКЦИЯ

СОДЕРЖАНИЕ

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** Исследование влияния факторов финансовых ограничений на инвестиционные решения компаний на развивающихся рынках капитала

Черкасова В.А., Теплова О.Ю.

- 22** Качественный анализ места и роли совета директоров в деятельности российских компаний: серия углубленных интервью

Дуляк Ю.И.

- 35** Использование событийного анализа для оценки информационной значимости рекомендаций аналитиков по российским эмитентам

Погожева А.А.

- 50** Влияние специфических факторов на спреды доходности корпоративных облигаций

Милицкова Т.М.

ДИСКУССИИ

- 72** Создание публичного холдинга частных компаний

Партин И. М.

- 89** Модель управления стейкхолдерами в сделках слияний и поглощений

Мартиросян Э.Г., Вашакмадзе Т.Т., Сергеева А.А.

АНАЛИТИКА

- 101** Анализ совета директоров как драйвера повышения стоимости компании (часть 2)

Родионов И.И.

ОБЗОРЫ

- 115** Современные исследования особенностей применения метода рыночных сравнений на развитых и развивающихся рынках

Данилов Е.В., Ибрагимова Х.К., Нестеренко Е.А., Улугова А.Э., Чалов И.А.

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

- 4** Research on the influence of financial constraints on investment decisions of companies in emerging capital markets

Cherkasova V., Teplova O.

- 22** Qualitative analysis of the role of the Board of directors in Russian companies' activities

Dulyak Ju.

- 35** Employment of event study to estimate informational significance of analysts' recommendations of Russian emitters

Pogozheva A.

- 50** The impact of specific determinants on corporate bond yield spreads

Militskova T.

DISCUSSIONS

- 72** Creation of a public holding of private companies

Partin I.

- 89** Stakeholder Based Framework for M&A Management

Vashakmadze T., Martirosyan E., Sergeeva A.

ANALYTICS

- 101** Board of directors as a company's value growth driver. Part 2

Rodionov I.

REVIEWS

- 115** Peculiarities of Market Approach Application: Recent Research on developed and emerging markets

Danilov E., Ibragimova Kh., Nesterenko E., Ulugova A., Chalov I.

ИССЛЕДОВАНИЕ ВЛИЯНИЯ ФАКТОРОВ ФИНАНСОВЫХ ОГРАНИЧЕНИЙ НА ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕШЕНИЯ КОМПАНИЙ НА РАЗВИВАЮЩИХСЯ РЫНКАХ КАПИТАЛА

Черкасова В.А.¹, Теплова О.Ю.²

Для компаний, функционирующих на несовершенном рынке капитала и сталкивающихся с асимметрией информации, привлечение заемного капитала становится дорогим или вообще невозможным источником финансирования. В связи с этим становится актуальным вопрос исследования влияния финансовых ограничений на уровень инвестиционных вложений компаний.

В условиях растущей потребности бизнеса в аналитическом инструментарии и недостатке результатов эмпирических работ, несколько последних десятилетий факту влияния финансовых ограничений на инвестиционную политику компаний посвящено множество экономических работ. В зарубежной литературе широко обсуждается вопрос определения факторов финансовых ограничений компании и их влияния на инвестиционную политику компаний. К таким факторам относятся, например, дивидендные выплаты, размер компании, ее возраст и другие. На основе выбранных факторов и их размера для анализа инвестиционной политики компании делятся на две подгруппы – более и менее ограниченные с финансовой точки зрения. Однако в связи с возросшей критикой данного подхода, часто авторы стали прибегать к мультифакторным индексам отнесения компаний к определенной подгруппе. Для этой цели используются кластерный или дискриминантный анализы.

Так как финансовые ограничения являются ненаблюдаемой переменной, важным этапом исследования представляется процесс выбора прокси-переменных. Многие исследователи говорят о том, что в зависимости от уровня финансовых ограничений, инвестиционная политика компаний в разной степени зависит от доступности внутренних источников финансирования. Таким образом, исследуется предположение о том, что зависимость инвестиций от денежного потока компании может использоваться в качестве прокси-переменной финансовых ограничений компании. Многие исследователи сходятся во мнении, что чувствительность инвестиций к денежному потоку компании для финансово ограниченных компаний выше, чем для финансово неограниченных.

Аналогично результатам исследований, проводимых на развитых рынках капитала, в данной работе был получен вывод о том, что факторы финансовых ограничений оказывают существенное влияние на инвестиционную политику компаний в части зависимости уровня инвестиций от внутреннего денежного потока компании. Кроме того, было обнаружено, что взаимосвязь имеет нелинейную форму для более ограниченных компаний стран Индии и Китая.

Данная работа дает почву для дальнейших исследований финансовых ограничений и вносит вклад в возможность изучения и развитие инструментария, используемого при принятии инвестиционных решений.

JEL: G31

Ключевые слова: инвестиционные решения, финансовые ограничения, источники финансирования, денежный поток, чувствительность инвестиций

Финансовые ограничения: проблема выбора прокси их измерения

Объем инвестиций компаний в существенной мере определяет скорость развития компании и, как следствие, является основополагающим драйвером роста экономики в целом. На уровень инвестиционных вложений влияют финансовые ограничения, с которыми сталкиваются компании на несовершенном рынке капитала. Актуальным является вопрос о том, что

1. Канд. эконом. наук, доцент кафедры экономики и финансов фирмы НИУ ВШЭ.

2. Магистр экономики, финансовый аналитик, Ernst&Young.

подразумевается под финансовыми ограничениями. Даже в теоретической литературе вопрос финансовых ограничений вызывает бурные споры, авторами дается разное определение финансовым ограничениям.

О финансовой ограниченности компании говорят в том случае, если существует значимое различие в стоимости собственного и заемного капитала. Другими словами, финансовые ограничения ведут к существенному удорожанию заемного капитала. В случае существования финансовых ограничений меньшая стоимость собственных источников финансирования может стать причиной предпочтения внутренних источников финансирования, высокая же стоимость внешнего финансирования может стать причиной возникновения проблемы недоинвестирования. Таким образом, авторы говорят о высоких финансовых ограничениях, с которыми сталкивается компания в случае существенного удорожания внешних источников финансирования для этих компаний.

Другие авторы рассматривают финансовые ограничения как невозможность для компании привлечь финансирование в объеме, необходимом, для обеспечения роста и покрытия требующихся инвестиций (Carreira & Silva, 2012).

Согласно определению Бадури (Bhaduri, 2005) компании считаются финансово ограниченными, если затраты на существующие внешние источники финансирования препятствуют достижению оптимального уровня инвестирования компании, которого она могла бы достигнуть при доступности достаточного уровня собственного финансирования. Другими словами, финансово ограниченные компании принимают решение об инвестировании, исходя из следующего правила:

$$I_{it} = \text{Min}(I^*_{it}, CF_{it}), \quad (1)$$

I^*_{it} – оптимальный уровень инвестирования,

CF_{it} – доступный поток собственных средств компании.

Обобщая разные взгляды, можно сказать, что финансовые ограничения – обстоятельства, при которых компания неспособна привлечь дополнительное финансирование в связи с высокими затратами на заемный капитал.

Таким образом, с финансовыми ограничениями сталкиваются все компании, функционирующие в реальном мире, однако степень финансовой ограниченности компаний может варьировать. Для того чтобы понимать, какие компании больше подвержены высоким финансовым ограничениям, необходимо проводить всесторонний анализ компании для выявления ее наиболее слабых сторон.

Одной из главных проблем, с которыми сталкиваются исследователи при изучении финансовых ограничений, – проблема их измерения, в связи с ненаблюдаемым характером данного показателя. Финансовые ограничения, по сути, могут быть зафиксированы только после того, как они проявились (например, компания не смогла привлечь дополнительное внешнее финансирование либо привлекла его по завышенной ставке). Поэтому актуальным вопросом в отечественной и зарубежной литературе является выбор прокси-переменной для изучения финансовых ограничений.

Исследователи сошлись во мнении о том, что различные финансовые показатели могут отражать финансовую ограниченность компаний. Первая работа в области исследования чувствительности инвестиций к финансовой ограниченности была написана Фаззари, Хубардом и Петерсоном (Fazzari, Hubbard, & Petersen, 1988). В данной работе авторы исходили из предпосылки о том, что показатель выплаты дивидендов (как отношение дивидендных выплат к чистой прибыли компании) наиболее полно отражает финансовые ограничения, с которыми сталкивается компания. Компании, выплачивающие дивиденды, сталкиваются с меньшими финансовыми ограничениями. В тот момент, когда компания сталкивается с недостатком свободных средств для финансирования инвестиционных проектов, вместо привлечения внешнего финансирования компания может сократить размер дивидендных выплат,

тем самым высвободить часть собственных средств. Предпосылка о том, что дивидендные выплаты являются наилучшей прокси для отражения финансовых ограничений, ставится под вопрос. Позже многие исследователи пытались выбрать показатель, наиболее точно описывающий финансовые ограничения.

В разных работах были предложены разные факторы финансовых ограничений, с которыми сталкивается компания: коэффициент дивидендных выплат, возраст компании, размер компании, чувствительность денежного потока к накопленным на счетах денежным средствам, финансовый рычаг компании, коэффициент покрытия процентов, связь компании с банками или принадлежность к холдинговой структуре, отрасль функционирования компании, страна функционирования компании.

Возраст компании является одним из важных факторов, характеризующих стадию жизненного цикла компании, что во многом определяет стратегию ее деятельности (относительно инвестиционной политики, например). Недавно открытые компании в связи с невозможностью наращивать стоимость исключительно за счет собственных средств вынуждены прибегать к внешнему финансированию. Однако стоимость внешнего капитала для молодых компаний выше, а его доступность – меньше в связи с существованием высокой асимметрии информации между молодыми растущими компаниями и рынком капитала. Таким образом, молодые компании встречаются с дополнительными требованиями и трудностями при привлечении дополнительного финансирования (Blumberg & Letterie, 2008). Компании, находящиеся в стадии зрелости, подвержены существенно меньшим рискам, в сравнении с растущими компаниями (Berger & Udell, 1995). На основе этого можно сделать вывод о том, что зрелым компаниям свойственны меньшие финансовые ограничения в сравнении с молодыми, растущими компаниями.

Маленькие компании считаются более финансово ограниченными в связи с тем, что они подвержены большей асимметрии информации и отягощены агентской проблемой, что ведет к сложностям привлечения дополнительного финансирования. Кроме того, маленькие компании сталкиваются с большей вероятностью дефолта при привлечении заемного капитала. Кроме того, такие компании владеют меньшим объемом активов, которые могут быть предоставлены в качестве залога. Таким образом, несовершенство рынка капитала в большей степени влияет на небольшие компании, т.к. на внешнем рынке они рассматриваются как более рискованные вложения.

Компании, входящие в структуру холдинга, считаются менее финансово ограниченными. Данное предположение кажется весьма логичным в связи с тем, что компания, испытывая трудности и нуждаясь в дополнительном финансировании, может рассчитывать на помощь от другой компании группы. Таким образом, компания избегает необходимости выходить на внешний рынок капитала для привлечения дополнительного финансирования. Для развивающихся рынков этот фактор особенно важен, т.к. позволяет замещать внешние рынки финансирования внутренним рынком, что способствует развитию экономики.

Все перечисленные способы классификации компаний используют количественные характеристики деятельности компании. В качестве альтернативы предложенных методов отнесения компаний к разным группам финансовой ограниченности может использоваться опросный метод. Обычно опросники составляются для менеджеров или предпринимателей, которые самостоятельно дают оценку состоянию своей компании и тем сложностям, с которыми могут встретиться компании при привлечении дополнительного внешнего финансирования.

Влияние финансовых ограничений на инвестиционную политику компаний

Большинство ученых сошлись во мнении, что инвестиционная политика компаний, сталкивающихся с разной степенью финансовой ограниченности, различна в области чувствительности инвестиций к внутренним источникам финансирования. Согласно выводам исследователей, чувствительность инвестиций к денежному потоку компании (Investment-

Cash Flow Sensitivity, ICFS) должна быть больше для финансово ограниченных компаний, т.к. они имеют ограниченный доступ к источникам внешнего финансирования и, таким образом, должны использовать часть нераспределенной прибыли для инвестирования. Данное предположение проверяется во множестве эмпирических работ. Поэтому чувствительность инвестиций к денежному потоку компании может считаться прокси для финансовых ограничений.

Фаззари, Хуббард, Пересен; Хуббард и др. обнаружили, что компании, выплачивающие высокие дивиденды, склонны к повышенной чувствительности инвестиций к денежному потоку. ICFS выше для больших компаний, находящихся на стадии зрелости. Компании, уже имеющие высокий уровень долговой нагрузки сталкиваются с большими финансовыми ограничениями, и их инвестиционная политика в большей степени зависит от уровня собственных источников финансирования. ICFS для компаний, входящих в холдинговую структуру или связанных с банками, – ниже. Согласно Бонду и др. (Bond, Hoeffler, & Temple, 2001), высокая ICFS характерна для рыночно ориентированных (в сравнении с кредитно ориентированными) экономик. Бадури (Bhaduri, 2005) показал, что компании, имеющие высокую долю материальных активов (которые могут быть предоставлены в залог по получаемому кредиту), в меньшей степени зависимы от доступности внешнего финансирования. В целом все вышеперечисленные исследования подтверждали вывод, полученный Фаззари и др., о чрезмерной чувствительности инвестиций к денежным потокам для финансово ограниченных компаний.

Однако существует ряд работ, авторы которых утверждают, что ICFS не является хорошей прокси для изучения финансовой ограниченности. Каплан и Зингалес (Kaplan & Zingales, 1997) предложили модификацию модели ICFS, для улучшения ее объясняющей способности. Авторы показали, что компании, принимающие решение относительно инвестиций при условии максимизации прибыли, имеют немонотонную взаимосвязь между финансовыми ограничениями и ICFS. Они пришли к выводу, что некорректно тестировать степень финансовой ограниченности компании на основе предварительного деления компаний на две группы (ограниченные и неограниченные с финансовой точки зрения). Было обнаружено, что ICFS не выше (и даже ниже) для подгруппы компаний, которые сталкиваются с наибольшими финансовыми ограничениями на рынке.

Причинами полученных несоответствий в выводах исследователей могли послужить следующие факты. Во-первых, отнесение компаний к финансово ограниченным или неограниченным основано на неких внешних для модели показателях, что подразумевает неявную предпосылку о монотонности финансовых ограничений по данным показателям (Whited & Wu, 2006). Напротив, Каплан и Зингалес говорят об U-образной форме кривой чувствительности инвестиций к денежным потокам. Таким образом, предпосылка о монотонности может привести к смещенным результатам. Во-вторых, существуют споры относительно проблемных (предкризисных) компаний и их включения в анализ. Фаззари и др. (Fazzari, Hubbard, & Petersen, 1988) использовали показатель выплаты дивидендов для ранжирования компаний. Авторы обнаружили, что компаниям, которые платят низкие дивиденды, свойственна большая чувствительность. С другой стороны, Каплан и Зингалес показали, что компании с большей чувствительностью инвестиций к денежному потоку компании менее вероятно являются финансово ограниченными. Высокая ICFS обусловлена выбором менеджеров – использовать внутренние средства компании для инвестиционных нужд, несмотря на существование относительно дешевых внешних источников финансирования. Решение данных споров было представлено в работе Фаззари и др. (Fazzari, Hubbard, & Petersen, 2000), согласно которой компании, признанные финансово ограниченными Капланом и Зингалесом (Kaplan & Zingales, 1997), на самом деле являются предбанкротными. Таким образом, с точки зрения авторов подобные компании должны быть исключены из выборки при анализе степени финансовой ограниченности компаний.

Наконец, в качестве доступных собственных средств компании рассматривается денежный поток, что может вести к некоторым искажениям в анализе. Помимо сигнальной функции наличия денежных средств денежный поток может отражать возможности роста компании.

Действительно, молодые и маленькие компании, скорее всего, будут больше реагировать на изменения в денежном потоке. Таким образом, даже если будет найдена чрезмерная чувствительность инвестиций к денежным средствам, это не обязательно соотносится с растущими финансовыми ограничениями компаний.

Последней причине уделяется особое внимание. Однако существует ряд исследований, в которых авторы предполагают, что чувствительность инвестиций к денежным потокам компании в значительной степени объясняется ростом инвестиционных возможностей и эндогенностью, присутствующей в базовом уравнении инвестиций (Kaplan & Zingales, 1997; Wei & Xing, 2004). Авторы данных работ подчеркивают, что значимость ICFS может быть связана с ложным эффектом, связанным с растущими инвестиционными возможностями. Если это так, то может быть обнаружена существенная чувствительность инвестиций к денежному потоку, отражающая растущие инвестиционные возможности компании, а не сигнализирующая о финансовых трудностях, возникающих у компании. Таким образом, авторы, выделяющие данную проблему как основную при анализе финансовых ограничений компании предлагают ввести в анализ дополнительный фактор, который и будет отражать инвестиционные возможности компаний.

Эмпирическое тестирование влияния факторов финансовых ограничений на инвестиционные решения компаний

В соответствии с существующей теоретической и эмпирической базой для эмпирического анализа были выдвинуты следующие гипотезы:

H₁: уровень инвестиционных вложений компании положительно зависит от величины внутренних источников финансирования, имеющихся у компании.

Данная гипотеза является проверкой теории ликвидности, согласно которой уровень инвестирования компании находится в прямой зависимости от величины внутренних источников финансирования, таких как денежный поток компании. Проверка данной гипотезы возможна только на несовершенном рынке капитала.

При недостаточности величины денежного потока компания вынуждена прибегать к внешним источникам финансирования, что бывает затруднительно в условиях несовершенного рынка капитала. Высокий уровень денежного потока компании может позволить избежать компании проблемы недоинвестирования, когда она вынуждена не использовать все свои инвестиционные возможности и отказываться от привлекательных проектов в связи с недостаточностью источников финансирования.

Поэтому должна существовать положительная взаимосвязь между величиной имеющихся у компании внутренних источников финансирования и инвестиционными вложениями компании. Проверка данной гипотезы стала особенно актуальна после кризиса ликвидности 2008 года, когда банки не имели достаточно средств для поддержания инвестиционной деятельности компании. В такой ситуации внутренние источники финансирования должны оказывать особенно сильное влияние на функционирование компании и, в частности, на ее инвестиционную политику.

H₂: существует U-образная взаимосвязь между уровнем инвестирования компании и показателем внутренних источников финансирования компании.

Теория ликвидности подверглась существенной критике со стороны различных исследователей. Многие авторы выдвигали гипотезу о нелинейной зависимости между внутренними источниками финансирования и инвестиционной активностью компаний. Данная гипотеза выдвинута для проверки наличия U-образной зависимости между инвестиционными вложениями и денежным потоком компании. Данная гипотеза предполагает следующее: инвестиции монотонно увеличиваются с ростом внутренних источников финансирования, если уровень этих средств высок. Однако инвестиции уменьшаются с ростом внутренних источников финансирования, если они находятся на низком уровне.

H₃: возможности роста компании могут быть выделены как отдельный показатель, положительно влияющий на инвестиционную активность компаний.

В данной статье представлена попытка разграничения эффектов влияния возможностей роста и финансовых ограничений на инвестиционную активность компаний. Оба эффекта ведут к чрезмерной зависимости инвестиций от внутренних источников финансирования. Рассмотрение данной переменной при принятии решений об инвестировании должно решить проблему возможного избыточного инвестирования. Так, если возможности роста компании невысоки, не имеет смысла вкладываться в инвестиционные проекты, так как они не принесут желаемой отдачи. Таким образом, в ситуации асимметрии информации на рынке капитала зависимость инвестиций от денежного потока должна снизиться – с ростом возможностей роста ожидается положительная зависимость между возможностями роста и уровнем инвестирования компаний.

H₄: размер компании, ее возраст, финансовый рычаг и коэффициент выплаты дивидендов являются факторами ее финансовых ограничений.

Проверяется гипотеза о том, что размер компании является фактором финансовой ограниченности. Крупные компании, показывающие хорошие финансовые результаты, в меньшей степени подвергаются финансовым ограничениям, существующим на рынке капитала.

Возраст компании является фактором финансовых ограничений. Зрелые компании в меньшей степени сталкиваются с финансовой ограниченностью.

Коэффициент дивидендных выплат является фактором финансовых ограничений. Компании, выплачивающие высокий уровень дивидендов, с одной стороны, могут изъять эти денежные средства для финансирования инвестиционной деятельности и, таким образом, с меньшей вероятностью будут вынуждены выходить на внешние рынки финансирования. С другой стороны, согласно сигнальной теории, дивиденды выполняют функцию сигнала внешнему рынку об успешности функционирования компании. Таким образом, компании, выплачивающие высокий уровень дивидендов, в большей степени уверены в стабильности.

H₅: зависимость между инвестиционными вложениями компании и имеющимися у нее внутренними источниками финансирования растет с ростом финансовых ограничений компании.

Проверка данной гипотезы осуществляется косвенным способом: факторы финансовых ограничений не рассматриваются как прямые объясняющие переменные инвестиционных вложений. Вместо этого анализу подвергается изменение инвестиционной политики компании с точки зрения зависимости инвестиционных вложений от потока внутренних источников финансирования.

Предполагается, что компании, сталкивающиеся с более высоким уровнем финансовых ограничений, в большей степени зависимы от внутренних источников финансирования. Для таких компаний привлечение внешнего финансирования становится слишком дорогим или вообще недоступным.

Описание данных

Объектом исследования являются публичные компании, функционирующие на развивающихся рынках капитала (стран БРИК – Бразилия, Россия, Индия, Китай). Период исследования (2005–2012 гг.) выбран на основе доступности необходимых данных для построения эмпирической модели.

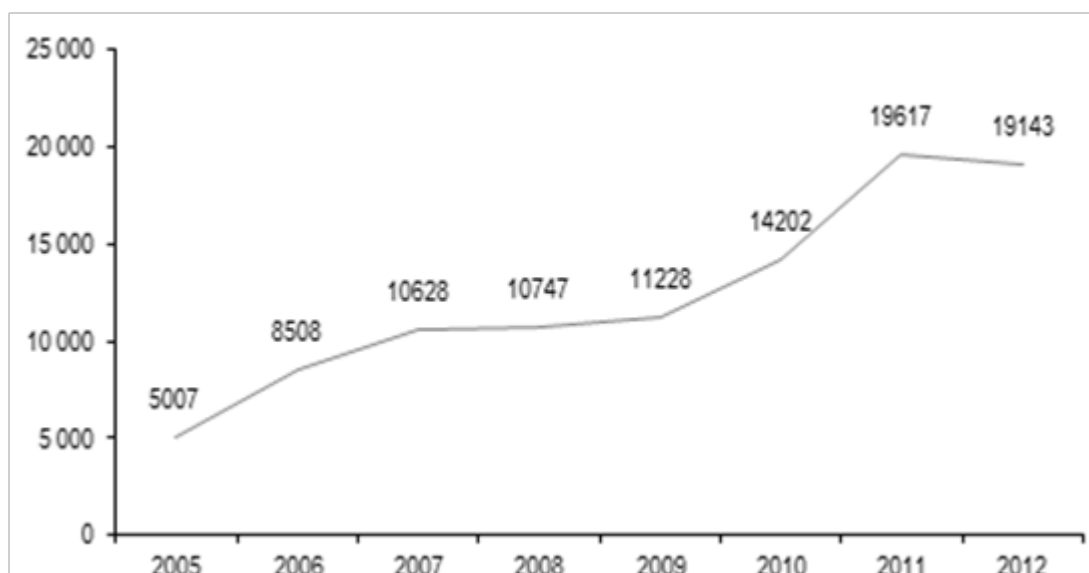
Источником данных послужило информационное агентство S&P Capital IQ. В выборку включались компании, ведущие активную инвестиционную деятельность (ненулевой поток по инвестиционной деятельности). Таким образом, были собраны данные по следующему количеству компаний:

Количественные характеристики наблюдений выборки

Страна	Количество компаний	Наблюдений в панели
Бразилия	69	515
Россия	64	496
Индия	95	678
Китай	154	1203

В связи с существенно различающимся количеством наблюдений, собранным по разным странам, было принято решение о том, что компании, функционирующие в разных странах, будут анализироваться в отдельности. Объединение разных рынков капитала в общую выборку может привести к смещению результатов из-за разных финансовых ограничений, с которыми компании сталкиваются в разных странах (например, когда все компании одной страны окажутся в одной части выборки в соответствии с разработанной классификацией).

Под инвестициями в данной работе подразумеваются инвестиции в реальные активы, т.е. капитальные вложения компании. Динамика средневзвешенных по выборке инвестиционных вложений компаний в России представлена на графике ниже:



Динамика инвестиционной активности в России
(на основе компаний, включенных в выборку), тыс. долл. США

На основе представленного графика можно проследить четкое снижение темпа роста инвестиционных вложений компаний в период кризиса ликвидности 2008 года. В данный период времени, когда банки неготовы предоставлять компаниям активную помощь в финансировании, компании сталкиваются с большими финансовыми ограничениями. Согласно гипотезам данного исследования, это должно означать большую зависимость инвестиций от внутренних источников финансирования в данный период времени.

Описание методологии эмпирического исследования

Этап 1. Модель ликвидности: зависимость инвестиций компании от внутренних источников финансирования

Первый шаг исследования посвящен тестированию модели ликвидности. Базовая модель теории ликвидности представляет зависимость между инвестиционными вложениями компаний и внутренними источниками финансирования, в качестве которых рассматривается денежный поток. Чтобы учесть критику базовой модели теории ликвидности, в анализ были включены дополнительные переменные: квадратичный денежный поток — для исследования U-образной зависимости инвестиций и внутренних источников финансирования, а также по-

казатель Q Тобины – для анализа влияния возможностей роста на инвестиционную политику компаний.

В результате используемая модель, для тестирования теории ликвидности имеет следующий вид:

$$Inv_{it} = \beta_0 + \beta_1 CF_{i(t-1)} + \beta_2 CF_{i(t-1)}^2 + GO_{it} + \varepsilon_{it}, \quad (2)$$

Inv_{it} – инвестиции компании i в момент времени t ;

$CF_{i(t-1)}$ – показатель, отражающий наличие внутренних источников финансирования. В данном исследовании денежный поток, свободный для инвестирования в привлекательные проекты, рассматривается как чистая прибыль (NI), скорректированная на неденежный поток – амортизацию компании, начисленную за период (DA). Таким образом, $CF_{i(t-1)} = NI_{i(t-1)} + DA_{i(t-1)}$.

Показатель $CF_{i(t-1)}^2$ – квадратичная форма построенного денежного потока.

Переменная GO_{it} отражает возможности роста компании – рассчитывается как отношение рыночной стоимости собственного капитала ($MarCap$) к его балансовой стоимости (Eq_{bv})

$$GO_{it} = MarCap / Eq_{bv} \quad (3)$$

Чтобы исключить влияние размерности, все показатели были приведены к относительному виду. Для этого переменные инвестиций и денежного потока были пронормированы к величине общих активов (TA) компании:

$$Inv_{it} = Inv_{it} / TA_{it}, CF_{i(t-1)} = CF_{i(t-1)} / TA_{it}. \quad (4)$$

Далее в ходе эмпирического анализа тестируются три спецификации модели: модель с детерминированными эффектами (fixed effects), модель со случайными эффектами (random effects), сквозная регрессия (pooled). Для выбора наилучшей спецификации модели были проведены следующие тесты: тест Вальда, тест Бройш-Пагана, тест Хаусмана. Согласно проведенным тестам модель со случайными эффектами наиболее адекватно подходит для описания модели ликвидности (для всех стран, кроме Китая, в котором наиболее подходящей моделью является модель с фиксированными эффектами). Результаты итоговой модели, основанной на модели со случайными эффектами, представлены в таблице 2:

Таблица 2

Результаты регрессионного анализа, Россия

Показатель	Коэффициент
$Cons$	0.08603
$CF_{i(t-1)}$	0.42523
$CF_{i(t-1)}^2$	-0.00794

На основе построенной модели можно сделать вывод о том, что наличие внутренних источников финансирования действительно является важным фактором при принятии решений об уровне инвестирования российскими компаниями и имеет положительное влияние на уровень инвестиционных вложений компаний. Кроме того, существует U-образная взаимосвязь между величиной внутренних денежных потоков и инвестиционными вложениями компаний. Таким образом, было найдено подтверждение следующих гипотез:

- H_1 : уровень инвестиционных вложений компании положительно зависит от величины внутренних источников финансирования, имеющихся у компании.
- H_2 : существует U-образная взаимосвязь между уровнем инвестирования компании и показателем внутренних источников финансирования компании.

Для компаний, функционирующих на российском рынке капитала, была отклонена следующая гипотеза:

- H_3 : возможности роста компании могут быть выделены как отдельный показатель, положительно влияющий на инвестиционную активность компаний.

Этап 2. Классификация компаний в соответствии с факторами финансовых ограничений

Для проверки последующих гипотез необходимо провести классификацию моделей в соответствии с факторами финансовых ограничений, с которыми встречаются компании. Чтобы избежать однофакторной классификации компаний, деление компаний на две подвыборки будет проходить на основе многофакторного кластерного анализа.

Для деления компаний на наиболее и наименее ограниченные с финансовой точки зрения были выбраны следующие факторы финансовых ограничений компании:

- Размер компании (как логарифм выручки компании за год).
- Возраст компании (как количество лет, прошедших с даты основания компании).
- Коэффициент дивидендных выплат (как отношение дивидендных выплат к чистой прибыли, полученной за период).
- Финансовый рычаг компании (как отношение заемных средств к собственному капиталу компании).

Размер компании определяется выручкой, генерируемой компанией за период. Для исключения влияния размерности в данной работе рассматривается натуральный логарифм выручки. Возраст компании является экзогенным фактором и рассчитывается как количество лет, прошедших со дня основания компании. Коэффициент дивидендных выплат рассчитывается как отношение выплаченных за период дивидендов к чистой прибыли компании. Финансовый рычаг компании отражает долговую нагрузку, уже имеющуюся у компании, и рассчитывается как отношение заемных средств к собственным средствам компании.

Чтобы избежать проблем несоизмеримости данных, было принято решение о нормировании выбранных факторов на их стандартное отклонение ($X_{norm} = \frac{X - X_{mean}}{\sigma_x}$, где X_{mean} – среднее значение

рассматриваемого фактора, σ_x – его стандартное отклонение). Кластеризация компаний по степени финансовой ограниченности будет проходить на ежегодной основе, что позволит избежать проблемы невозможности реклассификации компаний. Компания, имеющая высокие финансовые ограничения в один год, может перейти в группу финансово неограниченных компаний в другой год в соответствии с ее результатами деятельности.

Таким образом, компании были разделены на две подвыборки: сталкивающиеся с большими (группа 1) и меньшими (группа 0) финансовыми ограничениями на рынке капитала. Результаты классификации компаний представлены в таблице 3.

Таблица 3

Результаты классификации компаний в соответствии
с факторами финансовых ограничений, Россия

Год	Кол-во наблюдений (группа 0)	Кол-во наблюдений (группа 1)
2005	24	18
2006	23	25
2007	24	26
2008	30	21
2009	24	30
2010	23	32
2011	26	38
2012	33	27

На основе проведенной кластеризации была создана фиктивная переменная, отражающая степень финансовых ограничений, с которыми сталкиваются компании выборки. Характери-

стики данной переменной в соответствии со значениями, которые она принимает, описаны в таблице 4 (средние значения).

Таблица 4

Характеристики факторов финансовых ограничений
сформированных подвыборок, Россия

	Значение 0	Значение 1	Общее
Размер компании	8.55	5.33	7.46
Возраст компании	54.14	17.29	25.87
Кэф. дивидендных выплат	0.38	0.29	0.33
Финансовый рычаг	0.62	0.93	0.88

Чтобы проверить гипотезы о том, что выбранные характеристики действительно являются факторами финансовых ограничений, созданные подвыборки были проанализированы в соответствии с различными характеристиками кредитоспособности компаний.

Таблица 5

Характеристики сформированных подвыборок, Россия

	Значение 0	Значение 1	Общее
Коэффициент текущей ликвидности	4.51	3.90	4.05
Коэффициент покрытия процентов	66.09	39.88	53.02
Рентабельность по чистой прибыли	7.70	5.65	6.05
ROA	6.86	1.82	4.88

В целом видно, что компании, являющиеся более финансово ограниченными в соответствии с выделенными факторами финансовых ограничений, имеют худшие показатели финансового состояния. Таким образом, можно сделать вывод, что выбранные факторы в действительности отражают степень финансовой ограниченности компаний (подтверждение гипотезы : размер компании, ее возраст, финансовый рычаг и коэффициент выплаты дивидендов являются факторами финансовых ограничений компании).

Этап 3. Исследование влияния факторов финансовых ограничений на инвестиционную политику компаний

Далее становится возможной проверка основной гипотезы данной работы: выявление влияния факторов финансовой ограниченности на инвестиционную политику компаний.

Данная гипотеза будет тестироваться с помощью модели ликвидности, а не путем прямого тестирования влияния факторов финансовых ограничений на уровень инвестирования компаний. В данной статье будет получен ответ на вопрос: является ли зависимость между уровнем инвестиционных вложений и денежным потоком компании меньшей для компаний, менее финансово ограниченных?

Чтобы избежать проблему невозможности реклассификации компаний, было принято решение не разделять компанию на две подвыборки для их отдельного анализа. Вместо этого в анализ включается фиктивная переменная, отражающая принадлежность компании к той или иной подгруппе. Таким образом, модель приобретает следующий вид:

$$Inv_{it} = \beta_0 + Dummy_{cl} + \beta_1 CF_{i(t-1)} + \beta_2 CF_{i(t-1)} * Dummy_{cl} + \beta_3 CF_{i(t-1)}^2 * Dummy_{cl} + \varepsilon_{it}, \quad (5)$$

Inv_{it} – инвестиции компании i в момент времени t .

$CF_{i(t-1)}$ – показатель, отражающий наличие внутренних источников финансирования.

Показатель $CF_{i(t-1)}^2$ – квадратичная форма построенного денежного потока.

Переменная $Dummy_{cl}$ отвечает за принадлежность компаний к определенной группе в соответствии с факторами финансовых ограничений. Данная переменная является фиктивной переменной и принимает значение 0 в случае низких финансовых ограничений и 1 в случае высоких финансовых ограничений, с которыми сталкивается компания.

Результаты регрессионного анализа представлены в таблице 6.

Таблица 6

Результаты регрессионного анализа: влияние факторов финансовых ограничений на инвестиционные решения компаний

Переменная	Коэффициент
$Cons$	0.176046
$CF_{i(t-1)}$	0.8871352
$CF_{i(t-1)} * Dummy_{cl}$	0.1442838
$CF_{i(t-1)}^2$	0.0000032

На основе полученных результатов можно сделать вывод о том, что при рассмотрении в модели влияния факторов финансовых решений на инвестиционную активность компаний по-прежнему остается значимым сам показатель денежного потока. Он оказывает положительное влияние на уровень инвестирования компаний. Кроме того, можно говорить о росте зависимости между денежным потоком и инвестициями компании с ростом финансовых ограничений. Несмотря на то что показатель квадратичного денежного потока остается значимым, его влияние на инвестиции незначительно. Таким образом, существует практически линейная зависимость между инвестициями и денежным потоком компании.

Описание результатов эмпирического исследования

Аналогичное исследование проведено и для других стран БРИК. Исключение в методологии составляет лишь один результат, относящийся к исследованию компаний Китая. Для данной страны наилучшей моделью, описывающей панельные данные, оказалась модель с фиксированными эффектами. Это значит, что разница между компаниями может быть выражена как константа, и является постоянной во времени. В то время как для других стран такая разница выражена в непостоянной случайной ошибке модели. Данный результат может быть связан со спецификой акций китайских компаний и их деления на тип А (закрытые акции, доступные для инвесторов-резидентов) и тип В (открытые акции, доступные для иностранных инвесторов).

Результаты первого этапа исследования в страновом разрезе представлены в таблице 7 (все переменные значимы на 5-ти процентном уровне значимости).

Таблица 7

Результаты регрессионного анализа: тестирование модели ликвидности на развивающихся рынках капитала

	$Cons$	$CF_{i(t-1)}$	$CF_{i(t-1)}^2$
Бразилия	0.04341	0.19798	0.01326
Россия	0.08603	0.42523	-0.00794
Индия	0.05006	0.28692	-0.27714
Китай	0.03050	0.16300	-

Переменная возможностей роста незначима для всех рассматриваемых рынков капитала. Поэтому отвергается гипотеза о том, что возможности роста могут быть рассмотрены как отдельный параметр, влияющий на инвестиции компании, и имеют положительное влияние на уровень инвестирования компаний. Это связано с тем, что определенный эффект возможностей роста отражает и показатель денежного потока компании. Как и влияние внутренних источников финансирования на уровень инвестиций, влияние возможностей роста обусловлено асимметрией информации. На основе того что показатель возможностей роста незначим для всех рассматриваемых стран, можно говорить о том, что вся информация о влиянии асимметрии информации заключена в зависимости инвестиций от внутренних источников финансирования. Таким образом, согласно результатам проведенного эмпирического исследования, выделение фактора возможностей роста не имеет смысла с точки зрения объясняющей способности модели.

Влияние денежного потока компании, как прокси-переменной внутренних источников финансирования, значимо и положительно на всех рассматриваемых рынках капитала. Чем большим уровнем собственных источников финансирования обладает компания, тем выше уровень инвестирования она может себе позволить. Данный вывод имеет место только в случае несовершенного рынка капитала. В такой ситуации компании сталкиваются с повышенными сложностями привлечения заемного финансирования и его относительной дороговизной. В результате компании в большей степени зависят от внутренних источников финансирования, и появляется так называемая чрезмерная чувствительность инвестиций к денежному потоку компании.

Таким образом, подтверждение гипотезы о положительном влиянии денежного потока компании на инвестиции на развивающихся рынках капитала кажется вполне логичным, в связи с существенными несовершенствами рынков развивающихся стран. Подтверждение состоятельности модели ликвидности в еще большей степени показывает необходимость тестирования влияния факторов финансовых ограничений и их влияния на инвестиционную политику компаний.

Результаты классификации компании в соответствии с факторами финансовых ограничений в страновом разрезе представлены в таблице 8.

Таблица 8

Результаты кластеризации наблюдений в страновом разрезе

	Кол-во наблюдений Группа 0	Кол-во наблюдений Группа 1	Кол-во наблюдений Всего
Бразилия	177	218	395
Россия	207	217	424
Индия	427	201	628
Китай	787	316	1103

Кластеризация практически симметрична для Бразилии и России (почти равное количество данных в каждой подвыборке), однако смещена в сторону меньших финансовых ограничений для Индии и Китая. Такой результат был получен из-за того, что было принято решение об одинаковой методологии исследования. В случае Индии и особенно Китая такое смещение кажется некритичным в связи с большим количеством наблюдений в каждой из подвыборок. Характеристики получившихся подвыборок представлены в таблицах 9 и 10.

Характеристики подвыборок для низких финансовых ограничений

	Размер компании	Возраст компании	Кэф. дивидендных выплат	Финансовый рычаг
Бразилия	1.58	67.16	7.59	0.59
Россия	8.55	54.14	0.38	0.62
Индия	4.52	39.27	0.88	0.96
Китай	7.31	18.83	0.59	0.52

Таблица 10

Характеристики подвыборок для высоких финансовых ограничений

	Размер компании	Возраст компании	Кэф. дивидендных выплат	Финансовый рычаг
Бразилия	0.79	42.11	6.96	0.45
Россия	5.33	17.29	0.29	0.93
Индия	2.11	25.04	0.16	2.06
Китай	5.02	18.41	0.42	0.88

На основе получившихся результатов можно говорить о том, что компании были в действительности разделены на основе факторов финансовых ограничений. Для всех стран компании, сталкивающиеся с меньшими финансовыми ограничениями, характеризуются большим размером, существенно более ранней датой основания, более высоким уровнем дивидендных выплат, а также меньшей долговой нагрузкой.

Для более детального анализа получившихся с помощью кластеризации подвыборок проведен анализ данных групп с точки зрения финансового положения. Характеристики получившихся подвыборок представлены в таблицах 11 и 12.

Таблица 11

Характеристики подвыборок для низких финансовых ограничений

	Кэф. текущ. Ликвидности	Рентабельность деятельности	ROA	Кэф. покрытия процентов
Бразилия	6.57	14.58	4.71	18.36
Россия	4.51	7.70	6.86	66.09
Индия	10.99	1.05	7.38	32.02
Китай	2.07	1.82	7.34	37.55

Таблица 12

Характеристики подвыборок для высоких финансовых ограничений

	Кэф. текущ. Ликвидности	Рентабельность деятельности	ROA	Кэф. покрытия процентов
Бразилия	4.23	4.48	2.35	17.49
Россия	3.90	5.65	1.82	39.88
Индия	5.24	0.58	6.85	25.23
Китай	0.43	1.04	5.94	29.44

В целом можно отметить лучшее финансовое состояние компаний, классифицированных как менее финансово ограниченные. Таким образом, на основе проведенного анализа гипотеза о том, что размер компании, ее возраст, уровень дивидендных выплат и финансовый рычаг являются факторами финансовых ограничений, находит подтверждение.

Обобщая результаты первого и второго этапов исследования, было проведено исследование влияния факторов финансовых ограничений на инвестиционную политику компаний. Результаты третьего этапа исследования в страновом разрезе представлены в таблице 13.

Таблица 13

Влияние финансовых ограничений на уровень инвестирования компаний

	Cons	$CF_{it}(\neq 1)$	$CF_{it}(\neq 1) * Dummy_{ci}$	$CF_{it}^2(\neq 1)$	$CF_{it}^2(\neq 1) * Dummy_{ci}$
Бразилия	0.0435002	0.3130565	0.0516265	-	
Россия	0.176046	0.8871352	0.1442838	0.0000032	-
Индия	0.0531154	0.1384069	0.2261437	-	-0.4175964
Китай	0.0246067	0.1695936	0.156746	-	-0.7867614

Было выявлено, что финансовые ограничения, с которыми сталкивается компания, не приводят к сдвигу уровня инвестиций компании (для всех рассматриваемых стран). Факторы финансовых ограничений действительно влияют на инвестиционные решения компаний. Это проявляется в возрастающей зависимости инвестиций от внутренних источников финансирования при росте финансовых ограничений. Таким образом, для всех рассматриваемых стран подтверждается гипотеза о том, что уровень инвестиционных вложений компаний, в большей степени подверженных финансовым ограничениям, также в большей степени зависит от имеющихся внутренних источников финансирования.

Показатель квадратичного денежного потока значим только на рынке России. Однако коэффициент перед данным фактором настолько мал, что можно говорить о практически линейной зависимости между инвестициями компании и денежным потоком. Таким образом, данная гипотеза отвергается.

В целом можно говорить о том, что как при низких уровнях денежного потока компании, так и при его высоких значениях с ростом денежного потока компании растет уровень инвестиционных вложений.

Однако показатель оказывает значимое влияние на рынках Индии и Китая, что свидетельствует об U-образной зависимости между инвестициями и денежным потоком компании в случае, когда компании являются более финансово ограниченными. На данных рынках капитала компании в действительности скорее склонны к недоинвестированию (в случае невозможности привлечения дополнительного финансирования), нежели к переинвестированию (в случае наличия у компании свободных денежных средств, превышающих необходимый для оптимальной инвестиционной политики уровень). Таким образом, гипотеза об U-образной зависимости между инвестициями компании и ее денежным потоком подтверждается только на рынках Индии и Китая.

Заключение

На основе проведенного исследования видно, что существует четкая и значимая на всех рассмотренных рынках капитала зависимость между степенью финансовой ограниченности, с которой сталкиваются компании, и уровнем зависимости между инвестициями и денежным потоком компании. Поэтому можно сделать вывод о том, что степень зависимости инвестиций от денежного потока компании в действительности является хорошей прокси-переменной, отражающей уровень финансовых ограничений, с которыми сталкиваются компании.

Согласно результатам исследования, можно сделать вывод о том, что компании на развивающихся рынках капитала должны корректировать свою инвестиционную политику в зависимости от результатов деятельности и степени финансовой ограниченности. Для того чтобы не повторять ошибок, приведших к кризису ликвидности 2008 года, компании должны корректировать свою инвестиционную политику в зависимости от достаточности внутренних источников финансирования.

Список литературы

1. Черкасова В.А., Теплова О.Ю. Исследование факторов, влияющих на инвестиционную активность компаний // Корпоративный финансы. 2011. № 3(19), 5–18. URL: [http://cfjournal.hse.ru/2011--3%20\(19\)/37970248.html](http://cfjournal.hse.ru/2011--3%20(19)/37970248.html).
2. Almeida, H., Campello, M., & Weisbach, M.S. (2004), The cash flow sensitivity of cash, *Journal of finance*, 59(4) (2004) 1777–1804.
3. Beccetti, L., Castalli, A., & Hasan, I. (2008). Investment-cash flow sensitivities, credit rationing and financing constraints, *Bank of Finland Research*, 15 (2008). .
4. Bhaduri, S.N. (2005), Investment, financial constraints and financial liberalization: some stylized facts from a developing economy, India, *Journal of Asian Economics*, 16 (2005) 704–718.
5. Blumberg, B.F., & Letterie, W.A. (2008), Business starters and credit rationing, *Small Business Economics*, 30(2) (2008) 187–200.
6. Bond, S., Hoeffler, A., & Temple, G. (2001), GMM estimations of empirical growth models, *The Review of Economic Studies*, 61 (2001) 197–222.
7. Carreira, C., & Silva, F. (2011), Do financial constraints threat the innovation process? Evidence from Portuguese firms. *Grupo de Estudos Monetarios e Financeiros*.
8. Carreira, C., & Silva, F. (2012), Where are the fragilities? The relationship between firms' financial constraints, size and age. *Grupo de Estudos Monetarios e Financeiros* 12.
9. Chen, H., & Chen, S. (2012), Investment-cash flow sensitivity cannot be a good measure of financial constraints: evidence from the time series, *Journal of Financial Economics*, 103 (2012) 393–410.
10. Colombo, E., & Stanca, L. (2006), Investment decisions and the soft budget constraint: Evidence from a large panel of Hungarian firms, *Economics of Transition*, 14(1) (2006) 171–198.
11. D'Espallier, B., & Vandemaele, S. (2011), Corporate investments and financing constraints: unraveling investment-cash flow sensitivities.
12. Faggiolo, G., & Luzzi, A. (2006), Do liquidity constraints matter in explaining firm size and growth? Some evidence from the Italian manufacturing industry, *Industrial and Corporate Change*, 15(1) (2006) 1–39.
13. Fazzari, S. M., & Atley, M. J. (1987), Asymmetric information, financing constraints and investment, *The Review of Economics and Statistics*, 69(3) (1987) 481–487.
14. Fazzari, S.M., Hubbard, R.G., & Petersen, B.C. (1988), Financing Constraints and Corporate Investment, *Brookings Papers on Economic Activity*, 141–206.
15. George, R., Kabir, R., & Qian, J. (2011), Investment-cash flow sensitivity and financial constraints: new evidence from Indian business group firms, *Journal of Multinational Financial Management*, 21 (2011) 69–88.
16. Guariglia, A. (2008), Internal financial constraints, external financial constraints, and investment choice: evidence from a panel of UK firms, *Journal of Banking & Finance*, 32 (2008) 1795–1809.
17. Hyytinen, A., & Vaananen, L. (2006), Where do financial constraints originate from? An empirical analysis of adverse selection and moral hazard in capital markets, *Small Business Economics*, 27(4) (2006) 323–348.
18. Kaplan, S.N., & Zingales, L. (1997), Do Investment-Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints? *The Quarterly Journal of Economics*, 112 (1997) 169–215.

19. Musso, P., & Schiavo, S. (2008), The impact of financial constraints on firm survival and growth, *Journal of Evolutionary Economics*, 18 (2008) 135–149.
20. Wei, F., & Xing, L. (2004), Influence of financial constraints and uncertainty on company investment behavior, *Economic Science*, 2 (2004).
21. Whited, T.M., & Wu, G. (2006), Financial Constraints Risk, *The Review of Financial Studies*, 19 (2006) 531(2011). 559.

RESEARCH ON THE INFLUENCE OF FINANCIAL CONSTRAINTS ON INVESTMENT DECISIONS OF COMPANIES IN EMERGING CAPITAL MARKETS

Cherkasova Victoria,

Associate Professor Faculty of Economics NRU-HSE

Teplova Olga,

Master of Economics, financial analyst, Ernst&Young

Abstract

For companies operating in imperfect capital market and facing the asymmetry of information, fund attraction is expensive or impossible source of funding. Hence, the question of research the impact of financial constraints on the level of companies' investment becomes relevant.

With growing business needs in analytical tools and lack of empirical works, during last several decades many economic researches devoted to the impact of financial constraints on investment policy of companies.

In the foreign literature the question of financial constraints factors and their impact on companies' investment policy is extensively discussed. Such factors include, for example, dividends, the company's size, its age, and others. For analysis of the investment policy, on the basis of selected factors and their size, the companies are divided into two groups – the more and the less financially restricted. However, due to the increased criticism of this approach, the authors often have to resort to multifactor indexes for companies been attributed to a particular subgroup. For this purpose clustered or linear discriminant analysis are used.

Since financial restrictions are non-observed variable, an important stage of the research is the process of selecting the proxy variables. Many researchers say that depending on the level of financial constraints, the investment policy of the companies depends on the availability of internal financing sources in varying degrees. Thus, the assumption is that the relation of investment of the company's cash flow can be used as a proxy variable to financial restrictions of the company. Many researchers agree that the sensitivity of investment to cash flow of the company for financially limited companies is higher than that for financially unlimited.

Similarly to the results of research conducted on developed capital markets, the conclusion of this research was obtained that financial constraints factors have a significant impact on the company's investment policy in part based on the level of investment of internal cash flow of the company. In addition, it was found that the relationship has non-linear form to more limited companies from India and China.

This work is a base for further research the financial constraints and contributes to the analysis and development tool, which is used at the time of investment decisions.

JEL: G31

Key words: investment decisions, financial constraints, sources of financing, cash flow, sensitivity of investment.

References

1. Almeida H., Campello M., Weisbach, M.S. The cash flow sensitivity of cash. Journal of finance, 2004, 59(4), pp. 1777–1804.
2. Beccetti L., Castalli A., Hasan I. Investment-cash flow sensitivities, credit rationing and financing constraints. Bank of Finland Research, 2008, 15. .

3. Bhaduri S.N. Investment, financial constraints and financial liberalization: some stylized facts from a developing economy, India. *Journal of Asian Economics*, 2005, 16, pp. 704-718.
4. Blumberg B.F., Letterie, W.A. Business starters and credit rationing. *Small Business Economics*, 2008, 30(2), p. 187-200.
5. Bond S., Hoeffler A., Temple G. GMM estimations of empirical growth models. *The Review of Economic Studies*, 2001, 61, pp. 197-222.
6. Carreira C., Silva, F. Where are the fragilities? The relationship between firms' financial constraints, size and age. *Grupo de Estudos Monetarios e Financeiros* 12, 2012.
7. Carreira C., Silva F. Do financial constraints threaten the innovation process? Evidence from Portuguese firms. *Grupo de Estudos Monetarios e Financeiros*, 2011.
8. Chen H., Chen S. Investment-cash flow sensitivity cannot be a good measure of financial constraints: evidence from the time series. *Journal of Financial Economics*, 2012, 103, pp. 393-410.
9. Cherkasova V.A., Teplova O.Iu. Issledovanie faktorov, vliiaushchikh na investitsionnuu aktivnost' kompanii [Analysis of factors which influence investment activities of a company]. *Korporativnyi finansy* [Corporate finance], 2011, № 3(19), pp. 5-18. Available at: [http://cfjournal.hse.ru/2011--3%20\(19\)/37970248.html](http://cfjournal.hse.ru/2011--3%20(19)/37970248.html).
10. Colombo E., Stanca, L. Investment decisions and the soft budget constraint: Evidence from a large panel of Hungarian firms. *Economics of Transition*, 2006, 14(1), pp. 171-198.
11. D'Espallier B., Vandemaele, S. Corporate investments and financing constraints: unraveling investment-cash flow sensitivities, 2011.
12. Faggiolo G., Luzzi A. Do liquidity constraints matter in explaining firm size and growth? Some evidence from the Italian manufacturing industry. *Industrial and Corporate Change*, 2006, 15(1), pp. 1-39.
13. Fazzari S. M., Atley M. J. Asymmetric information, financing constraints and investment. *The Review of Economics and Statistics*, 1987, 69(3), pp. 481-487.
14. Fazzari S.M., Hubbard R.G., Petersen B.C. Financing constraints and corporate investment. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1988, pp. 141-206.
15. George R., Kabir R., Qian J. Investment-cash flow sensitivity and financial constraints: new evidence from Indian business group firms. *Journal of Multinational Financial Management*, 2011, 21, pp. 69-88.
16. Guariglia A. Internal financial constraints, external financial constraints, and investment choice: evidence from a panel of UK firms. *Journal of Banking & Finance*, 2008, 32, pp. 1795-1809.
17. Hyttinen A., Vaananen L. Where do financial constraints originate from? An empirical analysis of adverse selection and moral hazard in capital markets. *Small Business Economics*, 2006, 27(4), pp. 323-348.
18. Kaplan S.N., Zingales L. (Do Investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints? *The Quarterly Journal of Economics*, 1997, 112, pp. 169-215.
19. Musso P., Schiavo S. The impact of financial constraints on firm survival and growth. *Journal of Evolutionary Economics*, 2008, 18, pp. 135-149.
20. Wei F., Xing L. Influence of financial constraints and uncertainty on company investment behavior. *Economic Science*, 2004, 2.
21. Whited T.M., Wu G. Financial constraints risk. *The Review of Financial Studies*, 2006, 19, pp. 531-559.

КАЧЕСТВЕННЫЙ АНАЛИЗ МЕСТА И РОЛИ СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ В ДЕЯТЕЛЬНОСТИ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ: СЕРИЯ УГЛУБЛЕННЫХ ИНТЕРВЬЮ

Дуляк Ю.И.¹

В статье анализируется роль и место советов директоров в деятельности российских публичных и непубличных компаний. Информационная основа исследования – серия из 15 углубленных интервью с членами советов директоров и специалистами в области корпоративного управления, проведенных весной-летом 2012 года.

Сопоставляя точки зрения респондентов и пытаясь найти общее в их позициях, в статье мы отвечаем на следующие вопросы:

- Какое место занимает совет директоров в структуре управления российской компанией, как сильно трансформировалась его роль и насколько она соответствует классическому пониманию того, что есть совет директоров;
- Какие факторы состава и структуры совета директоров определяют реально работающий совет.

На сегодняшний день советы директоров во многих компаниях, в независимости от того, публичная она или нет, являются работающими: способствуют урегулированию корпоративных конфликтов и принимают стратегические решения, капитализация фирм в результате принятых советом решений увеличивается. Основным драйвером развития совета директоров, основным заинтересованным в деятельности совета лицом остается собственник.

Ключевые слова: совет директоров, корпоративное управление, институциональная среда, Россия

JEL: D23, G30, G34, P26

Введение: совет директоров в странах с переходной экономикой

Вопросы корпоративного управления уже на протяжении долгого времени представляют интерес для экспертов, изучающих переходные экономики. Причина в том, что экономическое развитие и трансформация являются производной от поведения и мотиваций экономических агентов. Приватизация и либерализация создают внешние предпосылки для изменения поведения фирм. Нормы и правила корпоративного управления образуют систему внутренних стимулов для акционеров и менеджеров компаний. Большое количество исследований в России и в других странах с переходной экономикой посвящены анализу проблем корпоративного управления (Dolgopyatova, 2007; Filatotchev, Wright, Bleaney, 1999; Jensen, 1993; Iwasaki, 2007).

В предыдущих исследованиях (Дуляк, 2012) на основе анализа работ специалистов в области корпоративного управления (Долгопятова, 2004; Кузнецов, 2003; Радыгин, 1995; Яковлев, 2003) и изучения законодательных изменений мы выделили этапы эволюции роли совета директоров в российских компаниях. Нами был сделан вывод о том, что в российских компаниях, в основном публичных, начался постепенный переход от формальной роли совета к реальной. Тем не менее импорт институтов в сфере корпоративного законодательства и распыления собственности не остановил спрос на инсайдерскую модель корпоративного управления в России. Контроль собственника над всеми финансовыми потоками как способ получения дохода – вот что было характерно для данной модели. В результате в целях защиты прав инвесторов был сделан ряд изменений в корпоративном законодательстве. Но в действительности для собственников эти изменения означали лишь увеличение транзакционных издержек. Баланса между данными издержками и выгодами, получаемыми в результате выстроенной системы корпоративного управления, не было.

1. Аспирантка кафедры микроэкономического анализа НИУ ВШЭ, стажер-исследователь ИАПР НИУ ВШЭ. Статья подготовлена в рамках работы над темой Программы фундаментальных исследований НИУ ВШЭ 2013 года «Институциональная эволюция промышленных предприятий в переходной экономике». Автор благодарит д-ра эконом. наук Т.Г. Долгопятову за комментарии и замечания.

Экономические агенты, функционирующие в условиях переходных экономик, обычно не осознают выгод от корпоративного управления. Агентский конфликт в рамках корпорации может быть решен в том случае, когда выстроен эффективный корпоративный контроль (Jensen, Ruback, 1983). Однако провалы рынка создают барьеры для баланса интересов акционеров и менеджеров (Schleifer, Vishny, 1997). Несовершенства рынка предполагают асимметрию информации между собственниками (принципалы) и менеджерами (агенты), асимметрию на рынке труда топ-менеджеров, наличие неопределенности. Такие механизмы, как наличие независимых директоров в составе совета директоров, институциональные инвесторы, а также бонусные схемы для менеджеров, могут минимизировать негативный эффект от агентской проблемы (Eisenhardt, 1989).

Долгое время ни один из этих инструментов не функционировал в российских компаниях. Большинство механизмов корпоративного управления – это результат концентрированной собственности (Shleifer, Vishny, 1997). Однако в теории именно совет директоров является основным инструментом мониторинга, осуществляющим внутренний контроль. Более того, сочетание определенных характеристик совета (его состав, структура, индивидуальные характеристики членов совета) делает его работу эффективной. Дженсен отмечает наличие взаимосвязи между характеристиками совета директоров и показателями деятельности фирмы, поскольку качество работы совета способствует разработке эффективных корпоративных стратегий, созданию эффективной системы внутреннего аудита, улучшению процесса коммуникаций со стейкхолдерами (Jensen, 1993). Например, исследование Лебланка и Гиллиса (Leblank, Gillies, 2010), основанное на данных углубленного изучения 39 советов директоров, позволяет понять внутреннюю организацию совета директоров, включая процесс принятия решений. Авторы доказывают, что процесс принятия решений зависит от компетенций и поведенческих особенностей членов совета так же, как и от их способности работать в команде. Авторы разделяют членов советов директоров на группы в зависимости от поведенческих характеристик и анализируют взаимосвязи между данными группами. На основе проведенного анализа они заключают, какие личностные и профессиональные характеристики делают работу советов эффективной.

Ввиду этого целый ряд работ за последние 3–4 десятка лет на развитых и развивающихся рынках посвящен анализу роли совета директоров и изучению взаимосвязи между характеристиками совета и эффективностью бизнеса. Этот вопрос на развитых рынках является предметом исследования в работах многих авторов (Rosenstein, Wyatt, 1990; Klein, 1988; Vafeas, Theodorou, 1998; Campbell, Vera, 2010; Yermack, 1996). Блэк, Мак и Ли, Джеклин и Джол (Black, 2001; Mak, Li, 2001; Jackling, Johl, 2001) изучают влияние характеристик совета на показатели деятельности компании в странах с переходной экономикой.

В данном исследовании на основе анализа проведенных нами 15 экспертных интервью мы отвечаем на следующие вопросы:

- Какое место занимает совет директоров в структуре управления российской компанией, как сильно трансформировалась его роль и насколько она соответствует классическому пониманию того, что есть совет директоров?
- Какие факторы состава и структуры совета директоров определяют реально работающий совет?

Методология и информационная база качественного анализа

Информационной основой анализа стали проведенные весной–летом 2012 года 15 углубленных интервью с членами советов директоров и специалистами в области корпоративного управления. Дополнительная информация для исследования о членах советов директоров, а также о деятельности акционерных обществ, в которых эти советы функционируют, была получена из открытых источников (сайты компаний, информационные интернет-ресурсы и др.).

Респонденты были разделены на две группы: практики и собственно эксперты. Практики – это эксперты, задействованные в работе советов российских компаний (в основном

негосударственные компании, некоторые – с иностранным владением). Цель проведения углубленных интервью с данной категорией респондентов – получение обратной связи от реально практикующих членов совета директоров, которые могут поделиться своим опытом, сравнить теорию с практикой, на частном примере продемонстрировать, какие механизмы в российских советах работают, а какие являются мифом. Собственно эксперты – это специалисты в области корпоративного управления, т.е. люди, чье экспертное мнение, опыт и знания в данной профессиональной области позволяют получать обобщенные оценки российской ситуации, сравнивать особенности проявления тех или иных процессов в разных компаниях и секторах экономики. К экспертам были отнесены научные работники, представители органов государственной власти и общественных организаций.

В выборку попали восемь экспертов и семь практиков. Интервью проводились в двух городах России: Москве и Екатеринбурге. Три респондента (два члена советов директоров и один эксперт) являются представителями Екатеринбурга, остальные – Москвы. При этом некоторые компании, в которых работают практики в качестве членов советов, базируются и в других регионах, например в Тюмени. Большая часть респондентов-экспертов – это научные сотрудники, работающие в таких исследовательских центрах, как НИУ ВШЭ, ЦЭМИ РАН, Уральский Федеральный университет. Респонденты-практики почти в 100% случаев являются независимыми директорами (или исполняли такую роль прежде). Все опрошенные практики являются членами советов более чем в одной компании. Предприятия, чьи советы директоров попали в нашу выборку, относятся к промышленности, связи, строительству. Также часть респондентов работает в качестве членов советов директоров в банках. В выборку были включены члены советов, работающие как в публичных компаниях, так и в компаниях, акции которых не торгуются на биржах, что позволяет учесть при анализе особенности функционирования этих двух типов компаний. Большинство компаний представляют собой вновь созданные, а не приватизированные фирмы.

В основе нашего исследования – качественный анализ. В качественном исследовании вместо систематической классификации и подсчета некоторых отобранных качеств исследователь опирается на собственную способность воспринимать свойства модели как единое целое (Хеллевик, 2002). Общий фокус качественного исследования концентрирует внимание на частном, особенном и его рассмотрении для воссоздания целостной картины социальных практик (Ядов, 2007). Наше исследование – проведение углубленных, фокусированных интервью. Специфика работы заключается в анализе субъективных мнений определенных людей, работающих в конкретных компаниях, поэтому интервью не позволяют распространить результаты на все компании (генеральную совокупность), но дают возможность выявить и объяснить те или иные явления и процессы, найти особенности, которые с помощью формализованного обследования не всегда могут быть установлены. Результаты интервью могут послужить основой для разработки инструментария (вопросника, бланка обследования) и гипотез последующего количественного анализа. Фокусированные интервью – это целенаправленные интервью, сконцентрированные на определенной проблеме. При применении углубленных интервью не предпринимаются попытки получения одних и тех же видов информации от каждого респондента, и индивид не является в них учетной статистической единицей (Белановский, 1993). Содержание интервью может меняться от респондента к респонденту: каждый респондент высказывается на ту тему, в которой он является экспертом. Данный метод способствует достижению интуитивного понимания вопроса, а также обнаружению непредвиденных областей релевантности в исследовании.

В работе мы не делаем глобальных выводов о деятельности всех российских советов директоров, а рассматриваем лишь некоторые практики и позволяем себе сделать определенные обобщения, которые используем и для разработки методологии эмпирического анализа.

Сопоставительный анализ: взгляд экспертов и практиков

На основе анализа интервью мы составили портрет российского совета директоров (далее – СД): глазами практиков и экспертов. Было выделено 13 ключевых характеристик деятельности

и роли СД, обсуждаемых с респондентами в ходе интервью. Далее мы агрегировали позиции всех опрошенных по пунктам, среди которых:

- драйвер развития СД;
- основные заинтересованные в СД лица;
- влияние концентрации собственности на институт СД;
- сбалансированность состава и структуры СД;
- разрешение советом корпоративных разногласий;
- измерители эффективности деятельности СД;
- характеристики председателя СД;
- роль комитетов в работе совета;
- опыт работы членов СД;
- образование членов СД;
- роль неявных характеристик (жизненный опыт, мудрость, возраст) членов СД в его деятельности;
- критерии независимости независимого директора;
- необходимость ограничений в сроках работы независимого директора.

Итак, что представляет собой российский СД глазами практиков? Совет директоров в России может быть как реальным функционирующим механизмом, так и номинальным органом. Его роль и место в структуре управления компанией определяются акционером. Даже если совет является работающим (что сегодня в российских компаниях не редкость), то это вызвано тем, что собственник-акционер считает необходимым сделать совет таковым. Это означает, что в России основным заинтересованным в эффективной работе совета лицом является собственник. При этом высокая концентрация собственности, как часто обсуждается в академических работах, не является априори фактором номинальности совета. Если доминирующий акционер думающий, если он осознает реальную потребность работающего совета (для решения определенных задач; для того чтобы уберечь компанию от себя самого), то совет будет играть такую роль. Это характерно и для компаний непубличных. Однако первичным драйвером развития СД в России были быстрорастущий рынок капитала, конкуренция и возможность привлечения иностранных инвесторов.

Неотъемлемым элементом эффективного совета являются независимые директора, способные объективно и беспристрастно оценить качество принимаемых решений. При этом формальные критерии независимости независимого директора (он не должен быть менеджером, собственником, контрагентом) не всегда в состоянии определить подлинную независимость. Способность выносить независимые суждения, понимание необходимости ценить свою профессиональную и личную репутацию, а также осознание своего места на рынке труда – вот важные факторы, определяющие подлинную независимость, которая, если обобщать, во много определяется типом личности человека. При этом желательно, чтобы срок работы в качестве независимого директора не превышал 5–7 лет. Добавим, что в СД должны входить далеко не только независимые директора, но и сами собственники, менеджеры, представители органов власти (если компания с государственным участием). Причем не всегда важна сбалансированность совета, т.е. численное соотношение разных типов директоров в нем, значимо наличие профессиональных, честных, эрудированных людей в СД. Вид образования, опыт работы (в аналогичной отрасли / в иностранных компаниях) играют определенную роль, но не имеют решающего значения. Важен букет: сочетание в совете людей с разными компетенциями и бэкграундом. Отметим, что реально работающим делает совет два фактора: грамотно подобранный председатель СД и комитеты. Комитеты – это своего рода «киты», на которых держится СД. Они позволяют вести работу между заседаниями, представляют собой определенные кружки по интересам, объединяющие

узкоспециализированных людей. Хороший председатель СД позволяет всем членам совета проявить себя. Он, в первую очередь, модератор. Направляет, умеет слушать, не «занимает поляну». Он, безусловно, обладает авторитетом, лидерскими качествами и мудростью. Качество и эффективность работы совета как стратегического органа, через который, так или иначе, проходят основные решения, определяется его способностью улаживать конфликты, а также оцениваются капитализацией компании.

По мнению экспертов, СД в России по-прежнему выполняет свои функции формально. Так же, как и практики, эксперты полагают, что роль СД в структуре управления определяется акционером. Однако роль эта номинальная. В лучшем случае совет в российских компаниях является экспертным органом, выполняет обслуживающую функцию. В такой ситуации СД помогает собственнику принимать стратегические решения, контролировать менеджмент, а также создает имидж компании: свидетельствует о ее «правильности» перед кругом заинтересованных лиц (инвесторы, банки, государство). Тем не менее все окончательные решения определяются волей собственника. Если мажоритарный акционер не видит смысла в работе СД, то он не нужен никому из стейкхолдеров. Структура собственности полностью определяет роль и место совета, а также количественное и качественное соотношение директоров в нем. Если компания поистине публичная, то она и в российских условиях следует лучшим практикам КУ: включает в состав СД независимых директоров, минимум инсайдеров и даже минимум акционеров. Проблема заключается в том, что подобные компании – скорее исключение, чем правило. По мнению экспертов, российская специфика накладывает очень большой отпечаток на деятельность СД и на его структуру, поэтому неявные характеристики членов совета приобретают первостепенное значение: репутация, наличие связей, возраст. Эффективность работы совета не может определяться количеством и качеством разрешения корпоративных разногласий. СД находится по одну сторону баррикад с мажоритарными акционерами: совет прорабатывает вопрос, собственник принимает решение.

Сопоставительная характеристика по 13 ключевым характеристикам деятельности и роли СД представлена в таблице 1.

Таблица 1

Деятельность и роль СД глазами экспертов и практиков

№	Характеристики СД	Эксперты	Практики
1	Драйвер развития СД	1. Увеличение доли рынка, конкуренция 2. Требования западных инвесторов, выход на международные рынки	1. Рынок капитала 2. Конкуренция
2	Заинтересованные лица (приоритет)	Собственник	Собственник
3	Высокая концентрация собственности	Оказывает определяющее влияние	Влияет в той степени, в какой считает нужным собственник
4	Разрешение корпоративных разногласий	СД не разрешает корпоративные разногласия, т.к. выполняет обслуживающую функцию	СД находит баланс интересов; основная функция СД
5	Сбалансированность СД	Определяется структурой собственности. Более «пестрый» состав позволяет принимать более взвешенные решения	Первоочередное наличие независимых директоров. Также нужны представители всех заинтересованных лиц. При этом первостепенная роль не в численном соотношении разных типов директоров, а в сочетании различных компетенций
6	Показатель эффективности СД	1. Решение текущих задач собственника 2. Выигрыш в конкурентной борьбе	1. Разрешение корпоративных конфликтов 2. Капитализация компании

7	Характеристики председателя СД	1. Обладает авторитетом и репутацией 2. Модератор 3. Обладает практическим опытом, является человеком «постарше» 4. Обладает связями, может продать правление при необходимости	1. Обладает авторитетом 2. Модератор 3. Умеет слушать, позволяет всем проявить себя 4. Обладает жизненным опытом, мудростью
8	Комитеты	Мало распространены	1. Позволяют вести работу между заседаниями 2. Конкретная работа: прорабатывают ключевые, но узкоспециализированные вопросы
9	Опыт работы членов СД и вид образования	Опыт работы в западных компаниях: как плюс (нужная бизнес-культура, философия, технологии), так и минус	1. Необходим букет знаний и опыта 2. Жизненный опыт; качество образования, а не вид
11	Неявные характеристики членов СД	Имеют первостепенное значение: жизненный опыт, связи, семейное положение, возраст	1. Влияют на тип личности члена СД, а значит на совет в целом 2. Репутация как показатель связей 3. Мудрость, зрелость, жизненный опыт 4. Мотивация важнее, чем характеристики
12	Критерии независимости независимого директора	«Засланный казачок» (его не подбирает сама компания). Независимый директор это не квалификация, это авторитет	1. Не менеджмент, не собственники, не контрагенты 2. Должны ценить свою кредитную историю 3. Способность выносить независимые суждения (зависит от типа личности)
13	Ограничения в сроках работы независимого директора	1. 7 лет 2. Определяется решением акционеров	1. 5–7 лет 2. Предельная полезность: сам член СД должен понимать, какую пользу он принесет в следующем году

Источник: составлено автором

Кажется, что взгляд экспертов более «консервативен». С нашей точки зрения, это вызвано тем, что эксперты видят картину целиком, в то время как практики сами являются действующими лицами, видят ситуацию изнутри, погружены в текущий процесс. Однако это частная ситуация, которая не может быть перенесена на деятельность СД всех (большинства) российских компаний.

Особенности функционирования совета директоров: общее в позициях респондентов

В некоторых моментах точки зрения практиков и экспертов сталкиваются. Однако во многих вопросах по поводу особенностей функционирования и роли СД в России респонденты приходят к единому мнению.

Институт корпоративного управления в России обладает небогатой историей, поэтому стремительно меняется и развивается. Например, в эмпирическом исследовании 2004 г. (информационная основа – углубленные интервью с руководителями 20 ОАО) Т.Г. Долгопята делает вывод о том, что в составе советов большинства компаний преобладают менеджеры и представители крупных собственников (Долгопята, 2001). Представительство миноритариев в составе СД незначительно, независимые директора были представлены только в 15% компаний, причем в публичных. Общая характеристика совета по результатам данного исследования: стабилен в течение многих лет, характеризуется незначительными

изменениями, решения подконтрольны исполнительному менеджменту. Исследование 2006 г. по уральским компаниям, наоборот, демонстрирует интенсивность изменений состава СД (Ружанская, 2007). В составе совета также доминируют акционеры и представители менеджмента. При этом стабильность в первом случае и изменчивость во втором, как подчеркивают авторы, связаны с решением акционеров, что подчеркивает агентскую природу совета и интерес со стороны акционеров к этому механизму корпоративного управления.

Эксперты, опрошенные в ходе нашего исследования, утверждают, что состав СД должен быть «пестрым», разнообразным. Совет – это посреднический орган, устанавливающий равновесие между стейкхолдерами. Поэтому, по словам экспертов, «чем более пестрый у вас состав совета, тем лучше он выполняет функцию балансира». СД – это площадка сопряжения разных точек зрения, поэтому чем больше мнений и интересов там присутствуют, тем принимаемые решения более обоснованны и взвешенны. Мы агрегировали информацию по компаниям, в которых работают члены СД, и увидели, что на практике в состав совета входят представители разных заинтересованных сторон (рисунок 1). Разделение, представленное на рисунке, четко не формализовано. Это скорее наше понимание общей картины структуры СД со слов респондентов-практиков.

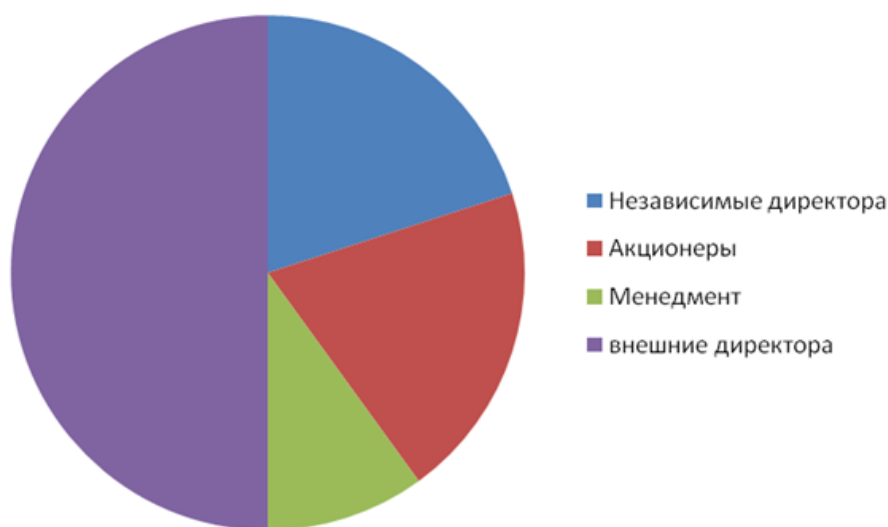


Рисунок 1. Структура совета директоров российской компании

Тем не менее, в отличие от выводов, сделанных ранее, мы обнаружили, что в составе советов российских компаний, публичных и непубличных, инсайдеры больше не доминируют (рисунок 2) (принцип построения диаграммы аналогичен).

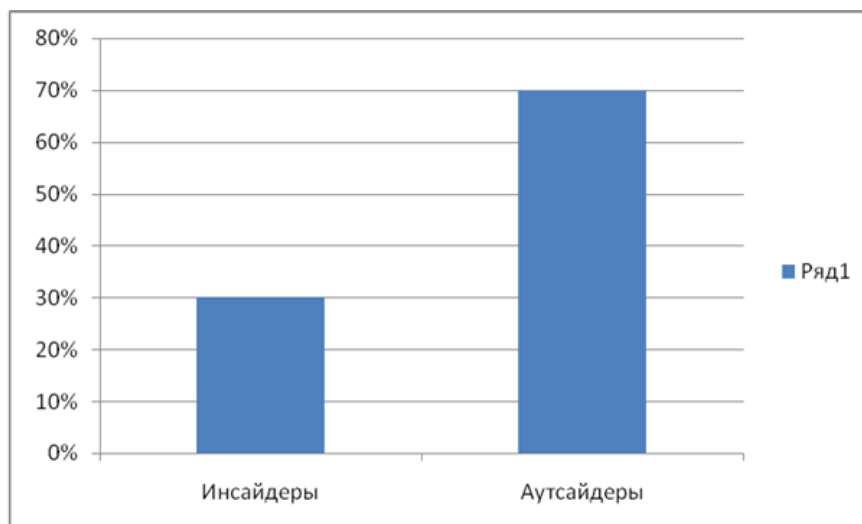


Рисунок 2. Соотношение инсайдеров и аутсайдеров в составе совета российской компании

Что касается правовой базы корпоративного управления, то в этой сфере законодательство по-прежнему остается слабым. Внедряемые законы или содержат «дыры», позволяющие данные законы обходить, или недостаточно полны. Например, в 2009 г. вступил в силу Федеральный закон № 9-ФЗ об административных правонарушениях, согласно которому к административной ответственности могут привлекаться члены совета директоров и члены исполнительных органов управления. Однако, по словам респондентов, данный закон не работает. И работать не будет до тех пор, пока не будет создан комплекс инструментов корпоративного управления. А именно помимо наказаний за административные правонарушения, должна существовать система страхования ответственности членов СД: «если есть санкции, то должны быть и некие защиты». Неполнота закона ведет к тому, что он или не будет работать вовсе, или приведет к тому, что «директора без страхования просто не будут принимать решения прорывные, неоднозначные». Более того, правонарушение члена СД труднодоказуемо. По мнению респондентов, существует множество путей, позволяющих «красиво» обойти закон, так что придаться будет не к чему. Свои слова эксперты и практики подтверждали красочными примерами из собственного опыта.

Далее на основе обработки интервью мы определили основные особенности деятельности совета в современной российской компании, дополнив их мнениями респондентов о желаемом состоянии.

1. Все респонденты, включая членов СД, признают, что есть советы действующие, а есть спящие. «Вот там, где спящий совет, нет смысла о нем говорить. Он никакой роли в развитии бизнеса не играет». При этом тип компании, публичная она или непубличная, не оказывает влияния на качество СД. Реально работающий совет – это потребность собственника, а не дань моде, поэтому фактор публичности значения не имеет.
2. Совет – реальный инструмент повышения эффективности бизнеса, качество работы которого можно оценить способностью разрешать корпоративные конфликты: «... совет пытается гармонизировать интересы ключевых участников корпоративного управления: инвесторов, акционеров, собственников, что одно и то же, менеджеров и стейкхолдеров. Всех остальных заинтересованных сторон, включая государство. Государства во множественном числе в данном случае. Если есть вокруг этого борьба, то это реально действующий совет, и он предопределяет направление и эффективность развития бизнеса». Несмотря на это, концентрация собственности оказывает влияние на деятельность СД, поэтому совет в России нацелен на решение конкретных задач, которые ставит перед ним собственник. «Я думаю, что оказывает все-таки большее влияние представление собственника об этом активе, как он видит развитие. Если он не выходит на рынок капитала, тогда у него совсем другие задачи для СД, если он живет за счет кредитов, у него будут производственные задачи. Может быть, производственные риски он хочет страховать через СД, какую-то оценку рисков делать, может, как-то контролировать менеджмент, то есть ревизионно-контрольная функция».
3. Собственник во многих российских компаниях по-прежнему имеет стратегическое влияние на деятельность компании. Этот факт определяет ключевую роль российских советов. Поэтому «миссия совета... – быть педалью тормоза, а не педалью газа. Педалью газа сейчас является менеджмент. Вот тогда мы можем говорить, что мы в автомобиле, а не в средстве самоубийства. И поэтому, когда спрашивают, в чем роль совета – не в том, что больше прибыли, меньше прибыли, потому что мы получаем вознаграждение из той же прибыли и уменьшаем ее, а в том, что автомобиль становится автомобилем. Тормозная система только утяжеляет машину. Это инструмент управления риском, причем ключевым, потому что ключевым риском является сам владелец, есть же еще шансовый риск. И миссия совета сказать это».
4. Комитеты при СД – довольно редкое явление в российских компаниях. Но при этом респонденты придают большое значение деятельности этих комитетов. Комитеты – это опора совета, которая позволяет принимать ему обоснованные решения, т.к. именно в комитетах собраны люди узкоспециализированные, проще говоря, специалисты в области финансов, бухгалтерии и т.д. Если комитеты не работают, «то у совета

возникает дефицит подготовленных решений». Более того, комитеты позволяют вести работу между заседаниями: комитет «постоянно в рабочем ритме, люди там постоянно что-то делают, пользуются электронными коммуникациями, могут собираться, а могут в режиме телефонных конференций общаться».

5. Рассуждая о характеристиках СД, респонденты в первую очередь придают значение не количественным, а качественным показателям: не вид образования, а его качество; не количественное соотношение типов директоров в составе совета, а наличие директоров с определенными компетенциями и т.д.: «Когда меня спрашивают, кто такой хороший член СД, я отвечаю, что это носитель актуального знания. Чем шире кругозор, тем лучше. Но специалисты в узкой области также должны быть. Подобная комбинация является самым оптимальным вариантом».
6. По мнению респондентов, наиболее ярко значимость индивидуальных характеристик проявляется в фигуре председателя СД, который должен обладать не только набором довольно формальных качеств, таких как добротное образование и богатый профессиональный опыт, но и широким спектром личностных характеристик. В первую очередь он должен обладать хорошими коммуникативными навыками, контактностью. Это значит, что председатель, с одной стороны, должен уметь найти общий язык и построить диалог со всеми членами совета, которые в свою очередь наделены совершенно разными индивидуальными, профессиональными, должностными характеристиками; и, с другой стороны, уметь не давить своим авторитетом на них. При этом авторитетом он, безусловно, должен обладать: «председатель СД должен обладать таким авторитетом, которым в самые бурные процессы можно остановить дискуссию или остановить противостояние сторон, наладить какую-то нормальную, позитивную работу совета. Для этого он должен обладать авторитетом, дабы все члены совета могли прислушаться к тому, когда он говорит стоп, это был стоп». Важно и то, что председатель СД не только сам является довольно яркой фигурой, но и должен уметь раскрыть потенциал остальных членов совета: «...если такое есть у председателя СД, то за ним кроется потрясающий эффект, позволяющий выявить синергетический эффект совета в целом. То есть если он видит, что каждый из них личность, профессионал, опытный человек, и он способен эту личность раскрыть, помочь раскрыть, не зажимать, а наоборот, то это большое достижение».

Заключительные положения

Итак, на основе углубленных интервью мы провели качественное исследование, в котором определили роль и место СД в современной российской компании, а также проанализировали влияние характеристик членов СД на деятельность фирмы. В ходе исследования мы сопоставили мнения экспертов и практиков, а также нашли соприкосновения в их точках зрения. Результаты интервью в целом подтвердили выводы о сделанной нами периодизации. Советы во многих компаниях (не важно, публичных или нет) являются сегодня работающими: способствуют урегулированию корпоративных конфликтов и принимают стратегические решения, капитализация фирм в результате растет. Основной драйвер развития СД – собственник.

Ниже представлены некоторые выводы по результатам проведенной работы:

- Развитие СД в России нельзя рассматривать обособленно, без учета мировых тенденций и возможностей развития соответствующих институтов в глобальном контексте.
- Залогом успешности института совета директоров в России является наличие субъекта, заинтересованного в его развитии (мотивы собственников).
- Большинство СД (даже среди реально работающих) обладает существенным недостатком: члены совета решают текущие задачи, задают дискретные периоды развития, но не дают представления о стратегии на весь жизненный цикл компании.
- Для многих компаний невозможно напрямую перейти к «идеальному» СД, необходимо освоить последовательность промежуточных состояний, чтобы в итоге достичь такого совета директоров, который будет улучшать показатели деятельности компании.

Список литературы

1. Белановский С.А. Методика и техника фокусированного интервью. М.: Наука, 1993. 352 с.
2. Дуляк Ю.И. Эволюция института совета директоров в российских компаниях: от формальной роли к реальной // Корпоративные финансы. 2012. № 1 (21). С. 24–32.
3. Долгопятова Т.Г. Модели корпоративного контроля на российских предприятиях (опыт эмпирического анализа) // Мир России. 2001. № 3. С. 124–125.
4. Долгопятова Т.Г. Собственность и корпоративный контроль в российских компаниях в условиях активизации интеграционных процессов // Российский журнал менеджмента. 2004. № 2. С. 3–26.
5. Кузнецов Б.В. Развитие спроса на институты на примере корпоративного законодательства (взгляд экономиста) // Развитие спроса на правовое регулирование корпоративного управления в частном секторе. Москва: Моск. обществ. науч. фонд, серия «Научные доклады: независимый экономический анализ». 2003. 366 с.
6. Радыгин А.Д., Гутник В.П., Мальгинов Г.Н. Постприватизационная структура акционерного капитала и корпоративный контроль: «контрреволюция управляющих»? // Вопросы экономики. 1995. № 10. С. 47–69.
7. Ружанская Л.С. Развитие совета директоров как внутреннего механизма корпоративного управления // Корпоративные финансы. 2007. № 4. С. 14–33.
8. Хеллевик О. Социологический метод / Пер. с норв. М.: Весь мир, 2002. 192 с.
9. Ядов В.А. Стратегия социологического исследования. Учебное пособие. Москва: ОмегаЛ, 2007. 567 с.
10. Яковлев А.А. Спрос на право в сфере корпоративного управления: эволюция стратегий экономических агентов // Развитие спроса на правовое регулирование корпоративного управления в частном секторе. Москва: Моск. обществ. науч. фонд, серия «Научные доклады: независимый экономический анализ». 2003. 366 с.
11. Black, B.S. (2001), The corporate governance behavior and market value of Russian firms, *Emerging Markets Review*, 2 (2001) 89–108.
12. Campbell, K., Vera, A.M. (2010), Female board appointments and firm valuation: Short and long-term effects, *Journal of Management Governance*, 14 (2010) 37–59.
13. Dolgopyatova, T.G. (2007), Corporate ownership and control in Russian companies: trends and patterns, in Dallago, B, Iwasaki, I (eds.). *Corporate Restructuring and Governance in Transition Economies* Basingstoke. Palgrave Macmillan, p. 250–274.
14. Eisenhardt, K. (1989), Agency theory: An assessment and review, *Academy of Management Review*, 14 (1989) 57–74.
15. Filatotchev, I., Wright, M., Bleaney, M. (1999), Privatization, insider control, and managerial Entrenchment in Russia, *Economics of Transition*, 7 (1999) 481–504.
16. Iwasaki, I. (2007), Legal forms of joint stock companies and corporate behavior in Russia, *Problems of Economic Transition*. 5(50) (2007) 73–86.
17. Jackling, B., Johl, S. (2009), Board structure and firm performance: evidence from India's top companies, *Corporate Governance: an International Review*, 4(17) (2009) 492–509.
18. Jensen, M.C. (1993), The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems, *Journal of Finance*, 48 (1993) 831–880.
19. Jensen, M., Ruback, R. (1983), The market for corporate control: The scientific evidence, *Journal of Financial Economics*, 11 (1983) 5–50.
20. Klein, A. (1988), Firm performance and board committee structure, *Journal of Law and Economics*, 41(1) (1988) 275–303.

21. Leblanc, R., Gillies, J. (2010), Inside the Boardroom. How Boards Really Work and the Coming Revolution in Corporate Governance. John Wiley & Sons.
22. Mak, Y.T., Li, Y. (2001), Determinants of corporate ownership and board structure: Evidence from Singapore, *Journal of Corporate Finance*, 7(3) (2001) 235–256.
23. Rosenstein, S., Wyatt, J.G. (1990), Outside directors, board independence, and shareholder wealth, *Journal of Financial Economics*, 26(2) (1990) 175–191.
24. Shleifer, A., Vishny, R.W. (1997), A survey of corporate governance, *Journal of Finance*, 52 (1997) 737–783.
25. Vafeas, N., Theodorou, E. (1998), The relationship between board structure and firm performance in the UK, *British Accounting Review*, 30(4) (1998) 383–407.
26. Yermack, D. (1996), Higher market valuation of companies with small board of directors, *Journal of Financial Economics*, 40 (2) (1996) 185–211.

QUALITATIVE ANALYSIS OF THE ROLE OF THE BOARD OF DIRECTORS IN RUSSIAN COMPANIES' ACTIVITIES

Dulyak Julie,

Research Assistant of the Institute for Industrial and Market Studies

Abstract

This study examines the role and the place of the boards of directors in the activity of Russian public and nonpublic companies. The informational base of the paper – 15 in-depth interviews with the members of the boards and specialists in the field of corporate governance conducted in spring-summer 2012.

We compare the views of respondents and try to find something in common in their positions in order to answer the following questions:

- What place the board in the structure of Russian companies governance takes, how much its role has changed and if it complies with theoretical understanding of the boards role;
- What factors of boards' structure define the efficient board.

Nowadays the boards of directors in many Russian companies, regardless if the company is public or not, are working and efficient: settle corporate conflicts and make strategic decisions, companies' capitalization increases as the results of the decisions taken by the boards. The owner is the main driver of the boards' development, the main stakeholder interested in the boards' activity.

JEL: D23, G30, G34, P26.

Key words: Board of directors, corporate governance, institutional environment, Russia.

References

1. Belanovskii S.A. Metodika i tekhnika fokusirovannogo interv'iu [Methodology and techniques of focused interview]. Moscow, Nauka, 1993, 352 p.
2. Black B.S. The corporate governance behavior and market value of Russian firms. *Emerging Markets Review*, 1001, 2, pp. 89–108.
3. Campbell K., Vera A.M. Female board appointments and firm valuation: Short and long-term effects. *Journal of Management Governance*, 2010, 14, pp. 37–59.
4. Dolgopiatova T.G. Modeli korporativnogo kontrolya na rossiiskikh predpriyatiyakh (opyt empiricheskogo analiza) [Corporate control models at Russian enterprises (evidence from empirical analysis)]. *Mir Rossii [World of Russia]*, 2001, № 3, pp. 124–125.
5. Dolgopiatova T.G. Sobstvennost' i korporativnyi kontrol' v rossiiskikh kompaniyakh v usloviyakh aktivizatsii integratsionnykh protsessov [Corporate ownership and control in the context of activation of integration processes]. *Rossiiskii zhurnal menedzhmenta [Russian journal of management]*, 2004. № 2, pp. 3–26.
6. Dolgopyatova T.G. Corporate ownership and control in Russian companies: trends and patterns. In Dallago, B, Iwasaki, I (eds.). *Corporate Restructuring and Governance in Transition Economies* Basingstoke. Palgrave Macmillan, 2007, p. 250–274.
7. Duliak Iu.I. Evoliutsiya instituta soveta direktorov v rossiiskikh kompaniyakh: ot formal'noi roli k real'noi [Evolution of the institute of board of directors in Russian companies: from a formal role to a real role]. *Korporativnye finansy [Corporate finance]*, 2012, № 1 (21), pp. 24–32.
8. Eisenhardt K. Agency theory: An assessment and review. *Academy of Management Review*, 1989, 14, pp. 57–74.
9. Filatotchev, I., Wright, M., Bleaney, M. Privatization, insider control, and managerial entrenchment in Russia. *Economics of Transition*, 1999, 7, pp. 481–504.

10. Iadov V.A. Strategiiia sotsiologicheskogo issledovaniia. Uchebnoe posobie [Sociological research strategy. Teaching guide]. Moscow, OmegaL, 2007, 567 p.
11. Iakovlev A.A. Spros na pravo v sfere korporativnogo upravleniia: evoliutsiia strategii ekonomicheskikh agentov [Demand on law in the sphere of corporate governance: evolution of the economic agents strategy]. In: Razvitie sprosna na pravovoe regulirovanie korporativnogo upravleniia v chastnom sektore [Development of demand on legal regulation of corporate governance in private sector]. Mosk. obshchestv. nauch. fond, seriia «Nauchnye doklady: nezavisimyi ekonomicheskii analiz [Moscow public scientific foundation, series “Scientific reports: independent economic analysis”]. Moscow, 2003, 366 p.
12. Iwasaki I. Legal forms of joint stock companies and corporate behavior in Russia. Problems of Economic Transition. 2007, 5(50), pp. 73–86.
13. Jackling B., Johl S. Board structure and firm performance: evidence from India’s top companies. Corporate Governance: an International Review, 2009, 4(17), pp. 492–509.
14. Jensen M., Rubac R. The market for corporate control: The scientific evidence. Journal of Financial Economics, 1983, 11, pp. 5–50.
15. Jensen M.C. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. Journal of Finance, 1993, 48, pp. 831–880.
16. Khellevik O. Sotsiologicheskii metod [Sociologic method]. Per. s norv. [Translation from Norwegian]. Moscow, Ves’ mir, 2002, 192 p.
17. Klein A. Firm performance and board committee structure. Journal of Law and Economics, 1988, 41(1), pp. 275–303.
18. Kuznetsov B.V. Razvitie sprosna na instituty na primere korporativnogo zakonodatel’sтва (vzgliad ekonomista) [Development of demand on institutes: evidence from corporate legislation (point of view of an economist)]. In: Razvitie sprosna na pravovoe regulirovanie korporativnogo upravleniia v chastnom sektore [Development of demand on legal regulation of corporate governance in private sector]. Mosk. obshchestv. nauch. fond, seriia «Nauchnye doklady: nezavisimyi ekonomicheskii analiz [Moscow public scientific foundation, series “Scientific reports: independent economic analysis”]. Moscow, 2003, 366 p.
19. Leblanc R., Gillies J. Inside the Boardroom. How Boards Really Work and the Coming Revolution in Corporate Governance. John Wiley & Sons, 2010.
20. Mak Y.T., Li Y. Determinants of corporate ownership and board structure: Evidence from Singapore. Journal of Corporate Finance, 2001, 7(3), pp. 235–256.
21. Radygin A.D., Gutnik V.P., Mal’ginov G.N. Postprivatizatsionnaia struktura aktsionernogo kapitala i korporativnyi kontrol’: «kontrevoliutsiia upravliaiushchikh»? [Post-privatization structure of the shareholder capital and corporate control: “counterrevolution of directors”?] Voprosy ekonomiki [Economic issues], 1995, № 10, pp. 47–69.
22. Rosenstein S., Wyatt J.G. Outside directors, board independence, and shareholder wealth. Journal of Financial Economics, 1990, 26(2), pp. 175–191.
23. Ruzhanskaia L.S. Razvitie soveta direktorov kak vnutrennego mekhanizma korporativnogo upravleniia [Development of the board of directors as an internal mechanism of corporate management]. Korporativnye finansy [Corporate finance], 2007, № 4, pp. 14–33.
24. Shleifer A., Vishny R.W. A survey of corporate governance. Journal of Finance, 1997, 52, pp. 737–783.
25. Vafeas N., Theodorou E. The relationship between board structure and firm performance in the UK. British Accounting Review, 1998, 30(4), pp. 383–407.
26. Yermack D. Higher market valuation of companies with small board of directors. Journal of Financial Economics, 1996, 40 (2), pp. 185–211.

ИСПОЛЬЗОВАНИЕ СОБЫТИЙНОГО АНАЛИЗА
ДЛЯ ОЦЕНКИ ИНФОРМАЦИОННОЙ ЗНАЧИМОСТИ
РЕКОМЕНДАЦИЙ АНАЛИТИКОВ ПО РОССИЙСКИМ ЭМИТЕНТАМПогожева А.А.¹

В данной статье приводится описание метода событийного анализа и его использование для оценки информационной значимости аналитических отчетов, которые выпускают инвестиционные банки по российским компаниям. Метод событийного анализа позволяет оценить дополнительную доходность, возникающую на фондовом рынке в связи с выходом пересмотра по рекомендациям, в течение короткого периода времени. Результаты применяемой модели показывают, что при повышении рекомендаций аналитиками инвестиционных банков котировки российских эмитентов значимо повышаются, а при понижении рекомендаций – соответственно снижаются. Положительная (отрицательная) аномальная доходность наблюдается как в день пересмотра рекомендации, так и днем раньше и днем позже пересмотра, хотя значение t-статистики является максимальным именно в день пересмотра. При этом не было выявлено какой-либо асимметрии в изменении доходности или объема торгов в зависимости от направления пересмотра рекомендации. Полученные результаты являются устойчивыми на различных выборках данных и подтверждаются как на фондовой бирже ММВБ, так и на Лондонской фондовой бирже, хотя инвесторы на бирже LSE быстрее учитывают новую информацию в ценах акций. Котировки изменяются более значительно в том случае, если направление изменения рекомендации совпадает по знаку с итоговым значением рекомендации. Различия между моделями, используемыми для определения «нормальной» доходности являются минимальными и не влияют на результаты. Наибольшая реакция рынка на повышения наблюдается в периоды «бычьего» рынка, а на понижения – в периоды «медвежьего» рынка. В то же время, в период «бычьего» («медвежьего») рынка аналитики более склонны выпускать положительные (отрицательные) рекомендации по российским акциям. При этом репутация инвестиционного банка, которая определяется благодаря вхождению в рейтинг Institutional Investor, оказывает влияние на результаты, в то время как страна происхождения команды аналитиков («местные» или «зарубежные») не оказывает какого-либо влияния на информационную значимость рекомендаций.

JEL: G1

Ключевые слова: событийный анализ, информационная значимость, рекомендации аналитиков, оценка акций, фондовый рынок, инвестиционные банки

Введение

Мировые расходы на аналитику по фондовому рынку составляют миллионы долларов в год ежегодно. В России это направление также активно развивается. Более трех десятков компаний выпускает регулярные аналитические отчеты, востребованные инвесторами, в которых рассматриваются различные аспекты деятельности как отдельных эмитентов, так и целых секторов рынка.

На совершенно эффективном рынке расходы на аналитику были бы не нужны, поскольку котировки ценных бумаг уже отражали бы всю информацию, доступную на рынке в данный момент. Однако если рынок не является совершенно эффективным, то инвесторы, желая получить доходность выше рыночной, готовы вкладывать средства в получение частной информации. Это подтверждается фактическим положением дел и ростом ежегодных расходов на аналитику. Аналитические отчеты в таком контексте могут оказывать влияние на рынок постольку, поскольку имеют информационную значимость для инвесторов. Целью данной статьи является ответ на вопрос о том, играют ли рекомендации аналитиков по российским эмитентам значимую информационную роль на рынке, то есть оказывают ли они влияние на движение котировок и изменение объема торгов ценными бумагами. До сих пор оценок

1. Аспирант кафедры фондового рынка и рынка инвестиций Департамента финансов НИУ ВШЭ.

информационной значимости на российском рынке не проводилось, несмотря на масштабный круг соответствующих исследований за рубежом.

Отчеты, выпускаемые аналитическими командами инвестиционных банков, содержат различные виды информации, однако одним из ключевых разделов, содержащихся в каждом отчете, является рекомендация по ценной бумаге. Фактически это прямое указание на то, как, по мнению аналитика, стоит поступить с акциями эмитента – продать, купить или оставить позицию по акциям неизменной, если они уже входят в портфель инвестора. Рекомендации аналитиков важны как с точки зрения профессиональных инвесторов, так и с точки зрения непрофессиональных, или «шумовых», инвесторов, число которых на российском фондовом рынке постепенно растет.

Направления исследований по рекомендациям аналитиков

С конца 1960-х годов было выпущено большое количество научных работ, так или иначе затрагивающих рекомендации аналитиков (Ramnath, Rock, Shane, 2008). Постановка вопроса об эффективности рынка, разработка модели ценообразования активов и создание методологии событийного анализа в его современном виде – все это привело к возникновению широкого круга исследований (Fama, 1968; Grossman, Stiglitz, 1980; Sharpe, 1964). Одним из ключевых направлений является оценка влияния выхода различных событий на фондовый рынок. В рамках данного направления рассматриваются различные новости, касающиеся эмитентов и торгуемых ценных бумаг (Климарев, Студников, 2011), начиная от дивидендных выплат, новостей о слияниях и поглощениях (Теплова, 2008; Чиркова, 2011; Хусаинов, 2008) и смене руководства компании и заканчивая такими повторяющимися типами событий, как публикация финансовой отчетности, выход прогнозов менеджмента и ожиданий аналитиков по ключевым финансовым показателям.

Среди прочих событий, влияние которых на рынок оценивается, особую роль занимает выпуск аналитических отчетов по эмитенту (Brown, Warner, 1985). Можно выделить несколько направлений исследований в этой области, которые получили развитие благодаря появлению крупных баз данных по аналитике. К первому из них стоит отнести анализ факторов, которые оказывают влияние на аналитиков. Сюда относятся все вопросы, касающиеся искажений в мотивации аналитических команд, а потому эти работы имеют большую значимость с точки зрения регулирования. Темы независимости работы аналитиков и снижения перекосов в сторону выпуска положительных рекомендаций привели к разработке ряда законодательных ограничений на деятельность инвестиционных банков для защиты интересов инвесторов в США, включая выход закона Regulation Financial Disclosure и положения Global Settlement (Michaely, Womack, 1999).

К следующему направлению в исследовании аналитических отчетов стоит отнести все, что связано с процессом подготовки аналитических отчетов и их качеством (Bradshaw, 2004). Авторы исследовали, как меняется точность прогнозов и их ценность для инвесторов в зависимости от моделей, используемых аналитиками, от разницы в рекомендациях опытных аналитиков и новичков, местных и зарубежных аналитиков, крупных и небольших инвестиционных банков, специализированных аналитиков и аналитиков широкого профиля, «хороших» и «плохих» аналитиков. Хотя некоторые выводы остаются под сомнением, в ряде работ было показано, что точность аналитических прогнозов возрастает с опытом аналитика, размером компании, в которой он работает, с увеличением специализации аналитика, со снижением числа покрываемых эмитентов, а также положительно коррелирует с предыдущими успехами аналитика. При этом применяемая при анализе модель не оказывает существенного влияния на точность прогноза.

Наконец, наибольший интерес представляют те работы, в которых рассматривается влияние аналитических отчетов на фондовый рынок (Asquith, Mikhail, Au, 2005; Ivković, Jegadeesh, 2004; Beaver, 1968). Влияние можно оценивать напрямую, анализируя информационную значимость аналитических отчетов (Altinkılıç, Hansen, 2009; Womack, 1996). В этом случае рас-

считаются показатели аномальной доходности и аномального объема торгов, которые возникают вокруг даты пересмотра рекомендации. Кроме того, можно анализировать влияние с практической точки зрения, оценивая возможность заработать благодаря использованию торговых стратегий с использованием информации о рекомендациях. В таких исследованиях рассматривается инвестиционная значимость аналитических отчетов (Loh, Stulz, 2011; Barber, 2001; Elton, Gruber, Grossman, 1986; Stickel, 1995).

Тестирование инвестиционной значимости предполагает наличие большого объема данных для проведения анализа. Что важнее, в рамках такого тестирования исследователи сталкиваются со множеством методологических проблем, которые еще не были однозначно решены научным сообществом. Выводы об эффективности применения торговых стратегий с использованием рекомендаций аналитиков значительно различаются в зависимости от многих факторов. В их число входит то, на каком рынке проводится анализ, какой временной интервал рассматривается, учитывается ли влияние транзакционных издержек, насколько правильно учитывается вопрос о корреляции данных и т.п. Окончательные выводы сложно сделать и в силу того, что изменение ситуации на рынке приводит к изменению эффективности торговой стратегии. Стратегия, которая показывала хорошие результаты в течение 1990-х годов, может оказаться бесполезной в следующем десятилетии, что наглядно демонстрируется в сравнительных работах по этой теме. В связи с этим вопрос о возможности получить дополнительную доходность от использования рекомендаций остается до сих пор открытым.

Тестирование информационной значимости, в свою очередь, может проводиться с использованием метода событийного анализа (Boehmer, Masumeci, Poulsen, 1991) либо с помощью анализа предсказуемости доходности. Применение событийного анализа в условиях отсутствия серьезной кластеризации данных и выхода значимых сопутствующих новостей дает достоверные результаты на краткосрочных временных интервалах. Поэтому большая часть исследователей склоняется к мнению о том, что пересмотр аналитических рекомендаций несет информационную значимость для инвесторов (Jegadeesh, Kim, 2006; Brav, Lehavy, 2003). Однако вопросы о силе воздействия пересмотров на фондовый рынок и влиянии страновых различий остаются открытыми, поскольку абсолютное большинство исследований было проведено на основе данных по фондовому рынку США.

Метод событийного анализа

Для того чтобы определить информационную значимость изменения рекомендаций инвестиционными аналитиками, в наибольшей степени подходит метод событийного анализа. Он позволяет определить аномальную доходность и аномальный объем торгов, связанный с интересующими событиями, и определить значимость полученных результатов.

Суть метода событийного анализа состоит в отслеживании реакций фондового рынка на те или иные события, возникающие в результате деятельности участников рынка. Ключевой характеристикой реакции инвесторов является аномальная доходность и кумулятивная аномальная доходность, возникающие в короткий период до и после события.

Ключевым элементом событийного анализа, как следует из названия метода, является непосредственно событие, оказывающее влияние на деятельность компании. В данной статье событием является публикация инвестиционным аналитиком пересмотра рекомендации по акциям эмитента. Для определения даты события используется дата появления изменения по рекомендации в информационной ленте агентства «Интерфакс». Стоит обратить внимание, что в качестве даты события используется не период написания рекомендации аналитиком или дата ее утверждения внутренней службой банка, а именно дата публичного появления данной новости.

Важным фактором, влияющим на результаты проведения событийного анализа, является выбор периода времени, в течение которого будут наблюдаться цены акций. Этот временной промежуток носит название окна событий. Традиционно считается, что использование длительных отрезков времени имеет смысл только в том случае, если анализируются значимые

и относительно редкие для компании события. В таком случае эффекты подобных событий могут проявляться в течение продолжительного периода времени, отражая сложность события и постепенное появление новой для рынка информации. При исследовании таких событий авторы могут рассматривать окна событий продолжительностью до нескольких лет, как это происходит в случае со сделками о слияниях и поглощениях или о реструктуризациях компаний.

Кроме того, исследование длительного окна событий имеет смысл в том случае, если авторы стремятся оценить возможный «дрейф» котировок в направлении опубликованного пересмотра рекомендаций.

В данной статье рассматривается более узкое окно событий. Во-первых, реакцию рынка на изменение рекомендации можно считать краткосрочной, поскольку это событие, хотя оно и дает относительно новую информацию рынку, все-таки можно отнести к разряду рядовых, происходящих регулярно с каждым эмитентом. Эффект от его объявления длится не больше нескольких дней. Во-вторых, рассмотрение более узкого окна события позволяет снизить влияние других событий, возникающих в информационной жизни компании. То есть сократить информационные «шумы», не относящиеся к изменению рекомендации по акциям.

В целом можно сказать, что спецификация событийного анализа на долгосрочном временном интервале до сих пор вызывает множество вопросов. В то время как событийный анализ для оценки краткосрочных последствий событий позволяет использовать математический аппарат, гарантирующий достоверность получаемых результатов.

В большинстве исследований, рассматривающих влияние рекомендаций на котировки и объемы торгов, используется окно событий продолжительностью 31 день. Этот период включает дату самого события, а также 15 дней до и 15 дней после выхода новости. В данной статье выбран аналогичный интервал для рассмотрения. Кроме того, дополнительно рассматриваются данные из более узкого окна событий – трехдневного интервала, включающего день события, а также один день до и один день после события. Такой анализ связан с тем, что изменения рекомендаций по одному и тому же эмитенту могут происходить с небольшими интервалами, что приводит к наложению «широких» окон событий. В случае если выход рекомендации оказывает влияние на рынок только в течение одного или двух дней, сокращение окна событий можно считать уместным для анализа результатов.

Основной принцип метода событийного анализа состоит в том, что доходность ценной бумаги должна быть равна «нормальной» доходности этой бумаги плюс «аномальная» доходность.

Причина рассмотрения показателя аномальной доходности состоит в том, что выпуск аналитических отчетов сопровождается существенными затратами. На конкурентном и рациональном рынке инвесторы будут готовы платить за аналитику только в том случае, если ожидаемая доходность от использования рекомендаций инвестиционных банков будет превышать затраты на их получение. Именно возникновение этой доходности и тестируется с помощью метода событийного анализа.

Средняя нормальная доходность определяется в течение периода, предшествующему окну событий, который называется прогнозный период. Аномальная доходность – это случайная величина. Таким образом:

$$R_{it} = \bar{R}_{it} + \varepsilon_{it}, \quad (1)$$

R_{it} – доходность ценной бумаги i в момент времени t ,

$\bar{R}_{it}$ – нормальная доходность ценной бумаги i для момента времени t ,

ε_{it} – случайная величина, характеризующая аномальную доходность.

$T=0$ здесь (и далее) будет использоваться в качестве обозначения даты пересмотра рекомендации.

Доходность по акции в течение одной торговой сессии можно определить как отношение цены закрытия в данный день к цене закрытия за предыдущий день минус единица (при этом

в расчет берутся только торговые дни, а не календарные). Однако для того чтобы работать только с положительными значениями доходностей, а также для приведения котировок к большей сопоставимости (принимая во внимание то, что стоимость акций разных компаний может различаться в сотни и даже тысячи раз), в данной статье используется логнормальное распределение.

Поэтому для определения общей доходности акций по итогам каждого дня используется следующая формула:

$$R_{it} = \ln\left(\frac{P_{it}}{P_{it-1}}\right) \quad (2)$$

P_t – цена закрытия по ценной бумаге i в день t ,

а P_{it-1} – цена закрытия по ценной бумаге i в предыдущий день $t-1$.

Уравнение для получения аномальной доходности можно переписать следующим образом:

$$\varepsilon_{it} = R_{it} - \bar{R}_{it} \quad (3)$$

Другими словами, аномальная доходность – это разница между доходностью, возникающей при наступлении события, и «нормальной» доходностью, которая возникла бы при отсутствии события, то есть в случае отсутствия рекомендации. Для оценки «нормальной» доходности при событийном анализе используются различные варианты моделей, начиная от простейшей модели со средним и заканчивая многофакторными рыночными моделями. Разные модели отличаются точностью и смещенностью результатов, что в свою очередь влияет на оценку аномальных доходностей.

- *Модель со средним* является простейшим и одним из наиболее распространенных способов оценить «нормальную» доходность. Несмотря на то что эта модель является самой простой для понимания и реализации, полученные с ее помощью результаты схожи с результатами, полученными с помощью более сложных моделей при условии не слишком широкого окна событий, поскольку дисперсия доходности в течение нескольких дней достаточно низка. Модель предполагает, что средняя нормальная доходность по ценной бумаге определяется в течение прогнозного периода, предшествующего окну событий, и остается постоянной для каждого дня на протяжении окна событий. В качестве прогнозного периода чаще всего используется временной отрезок продолжительностью 120 дней. Таким образом, $\bar{R}_i$ можно определить как среднюю нормальную доходность ценной бумаги i , посчитанную на временном отрезке за 120 дней, предшествовавших анализируемому временному интервалу $[-135 \leq t \leq -16]$, то есть:

$$\bar{R}_i = \frac{1}{120} \sum_{t=-135}^{-16} R_{it} \quad (4)$$

- *Рыночная модель* имеет то преимущество перед моделью со средним, что предполагает изменение уровня «нормальной» доходности в течение окна событий. Кроме того, рыночная модель потенциально лучше модели со средним, так как позволяет исключить доходность, относящуюся к рынку, и уменьшить дисперсию аномальной доходности. Чем ниже дисперсия аномальной доходности, тем больше вероятность корректно отследить эффект произошедшего события. Преимущество использования рыночной модели будет зависеть от показателя R^2 в регрессии рыночной модели. Чем больше показатель R^2 , тем значительнее будет уменьшение дисперсии аномальных доходностей. В простейшем случае уравнение рыночной модели будет выглядеть так:

$$R_{it} = R_{mt} + \varepsilon_{it}, \quad (5)$$

то есть в качестве «нормальной» доходности выступает R_{mt} , или доходность рыночного портфеля, взвешенного по капитализации, то есть дневная доходность соответствующего рыночного индекса. Аналогично расчету доходности по акции доходность рыночного индекса определяется как:

$$R_{mt} = \ln \frac{I_t}{I_{(t-1)}}, \quad (6)$$

где I_t – значение рыночного индекса в момент времени t , $I_{(t-1)}$ – в момент $t-1$. Поскольку в данной статье рассматриваются ценные бумаги российских компаний, торгующиеся на различных биржах, в качестве рыночных индексов были использованы два индекса, по одному для каждой из фондовых бирж.

- *Рыночная модель CAPM* предполагает стабильную линейную зависимость между доходностью рынка и доходностью рассматриваемой ценной бумаги. Фактически рыночная модель представляет собой однофакторную модель описания поведения доходности акций и является частным случаем более сложных многофакторных моделей. В общем виде уравнение рыночной модели выглядит следующим образом:

$$R_{it} = (\alpha_i + \beta_i R_{mt}) + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

или

$$\varepsilon_{it} = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i R_{mt}), \quad (8)$$

где «нормальная» доходность определяется как:

$$\bar{R}_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} \quad (9)$$

В этом уравнении регрессии α_i и β_i – параметры рыночной модели, которые оцениваются с помощью метода наименьших квадратов (МНК), где α_i – это константа и β_i – это коэффициент линейной регрессии оценочной модели, посчитанные в течение прогнозного периода. То есть, как и в случае модели со средним, в течение 120 дней, предшествовавших окну событий $[-135 \leq t \leq -16]$.

- Помимо указанных моделей в ряде зарубежных исследований рассматривается использование многофакторных моделей, включая трехфакторную модель Фамы–Френча или четырехфакторную модель. В этих моделях, помимо рыночной доходности, оценивается влияние таких факторов, как размер компаний, входящих в выборку, разница в отношении балансовой стоимости активов к капитализации по компаниям, а также разница в темпах роста компаний.

Как было сказано выше, аномальная доходность – это случайная величина, остающаяся сверх «нормальной» доходности. Метод событийного анализа предполагает, что компонент аномальной доходности ε_{it} отражает влияние события на фондовый рынок, в данном случае – влияние изменения рекомендации (повышения или понижения) на котировки ценной бумаги. Аномальная доходность определяется как отклонение фактической доходности от нормальной доходности. При этом аномальная доходность для простой рыночной модели будет иметь вид:

$$\varepsilon_{it} = R_{it} - \bar{R}_{mt}, \quad (10)$$

а для модели CAPM:

$$\varepsilon_{it} = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i R_{mt}) \quad (11)$$

С точки зрения событийного анализа основной интерес представляет показатель средней аномальной доходности. Для обеих моделей можно усреднить наблюдения аномальной доходности для всех ценных бумаг, включенных в выборку, для каждого из дней, входящих в окно событий. При этом средняя аномальная доходность будет рассчитываться по следующей формуле в каждый из рассматриваемых дней:

$$AR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{it} \quad (12)$$

где $AR_{it} = \varepsilon_{it}$. В случае, если выход нового аналитического отчета оказывает влияние на рынок, то можно ожидать, что значение средней аномальной доходности в день повышения рекомендации будет положительным и статистически значимо отличным от нуля. В случае же понижения рекомендации значение средней аномальной доходности должно быть отрицательным (и также статистически отличным от нуля).

Нулевая гипотеза H_0 , которая тестируется, состоит в том, является ли средний показатель аномальных доходностей равным нулю в момент времени t , т.е. в день пересмотра рекомендации, так что пересмотр рекомендации не влияет на среднюю доходность. Кроме того, интерес представляет вопрос о том, является ли средняя аномальная доходность отличной от нуля в период до и после события. Анализ периода до события важен потому, что если событие прогнозируется, то часть аномальной доходности должна реализоваться до наступления события. Анализ периода после события представляет интерес с точки зрения тестирования эффективности рынка, поскольку определение скорости обработки поступившей информации рынком является эмпирическим вопросом. Если аномальная доходность после события систематически отличается от нуля, это противоречит гипотезе эффективного рынка, поскольку предполагает возможность создания прибыльной торговой стратегии (в отсутствие транзакционных издержек).

Нулевая гипотеза отвергается, если критическое значение тестовой статистики превышает определенный уровень, соответствующий 1%-ному или 5%-ному уровню значимости. Тестовая статистика при этом – случайная величина, поскольку аномальная доходность измеряется с ошибкой. Наличие ошибки определяется двумя факторами. Во-первых, предположения о том, какой должна быть нормальная доходность в отсутствие новостей являются неточными. Во-вторых, фактические доходности отдельных компаний в дату события зависят от множества других факторов, так что этот компонент аномальной доходности не усредняется до нуля при перекрестном анализе. Уровень статистической значимости полученных результатов определяется с помощью следующего расчета тестовой статистики:

$$\text{Тестовая статистика} = \frac{\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{it}}{\sqrt{\frac{1}{N(N-1)} \sum_{i=1}^N (AR_{it} - \sum_{i=1}^N \frac{AR_{it}}{N})^2}} \quad (13)$$

Для того чтобы иметь возможность рассматривать значимость результатов отдельно для повышений и понижений, вся выборка была разбита на две части для каждой из рассматриваемых бирж.

Для того чтобы оценить изменение доходности в течение нескольких дней, необходимо агрегировать данные временных рядов за интересующий период времени. Для этого используется показатель кумулятивной средней аномальной доходности, CAR (cumulative average residuals). Для каждого дня кумулятивная аномальная доходность рассчитывается как сумма аномальных доходностей всех предыдущих дней окна событий:

$$CAR_{t_1, t_2} = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_t \quad (14)$$

где для данного исследования $t_1 = -15$, $t_2 = +15$. Предполагается, что положительная кумулятивная аномальная доходность свидетельствует о создании стоимости в результате случившегося события, а отрицательная – о ее уменьшении. Кумулятивные аномальные доходности рассчитываются отдельно для каждого из типов событий – положительных и отрицательных. Предполагается, что для всей выборки, включающей как положительные, так и отрицательные события, кумулятивная аномальная доходность будет несущественно отличаться от нуля для окна событий, центрированного вокруг даты пересмотра рекомендации.

Данные для оценки информационной значимости рекомендаций

Для тестирования информационной значимости по российским акциям ключевое значение имеют используемые данные. Особенностью российского рынка является то, что не существует относительно крупных и точных баз данных, которые позволяют оценивать влияние рекомендаций непосредственно. Поэтому в качестве источника данных по рекомендациям было принято решение использовать ленту новостей информационного агентства «Интерфакс» (которая не является базой данных в стандартном значении этого слова). Для проведения анализа было необходимо вручную выбрать все новости, касающиеся выпуска аналитических отчетов инвестиционными банками, и обработать их. После этого

(также вручную) проводился полнотекстовый анализ каждой новости – выделялись данные по дате выхода отчета, названию инвестиционного банка, выпустившего отчет, упоминаемым в отчете эмитентам, информация о текущей и предыдущей рекомендациях эмитента, а также о текущей и предыдущей целевых ценах по каждой ценной бумаге.

В тех случаях, когда новость выходила более одного раза, то есть выходила заново с добавленной или скорректированной информацией, в качестве даты выхода аналитического отчета использовалась дата первой новости, а в качестве содержащейся в отчете информации – информация из последней новости.

По итогам сведения общей базы данных проводилась дополнительная проверка на консистентность указанных рекомендаций. К примеру, если однажды по данной ценной бумаге вышел отчет о повышении рекомендации с «держат» до «покупать», то последующие рекомендации от данного инвестиционного банка должны также быть «покупать» вплоть до следующего пересмотра рекомендации. Поскольку все рекомендации по эмитентам оказались консистентными, можно предполагать, что «Интерфакс» учитывал все отчеты, предоставляемые анализируемыми инвестиционными банками, без каких-либо исключений.

Для целей исследования принимались во внимание все ключевые эмитенты, которые можно отнести к «российским». Это эмитенты, основная часть бизнеса которых сосредоточена в России. Они интересуют российских инвесторов и по ним выпускают аналитические отчеты российские инвестиционные банки (или российские подразделения международных инвестиционных банков). По этой причине в зону рассмотрения попали не только эмитенты, которые торгуются на российских фондовых площадках (ММВБ и РТС), но также депозитарные расписки российских эмитентов (т.е. ГДР, торгующиеся на Лондонской фондовой бирже LSE), а также, в редких случаях, – акции «российских» компаний, выпущенные на зарубежных биржах. В результате оказалось, что многие из рассматриваемых эмитентов имеют наряду с торгами на крупнейшей российской бирже ММВБ сопоставимый (или даже превышающий их) объем торгов на зарубежных площадках, в первую очередь – на LSE. В таких случаях определялась «главная» биржа. То есть та биржа, чьи данные по котировкам и объемам торгов эмитента будут использоваться для оценки влияния изменения рекомендаций на фондовый рынок. Основным критерием для определения того, какая биржа будет считаться «главной», являлся объем торгов. При сопоставимом объеме торгов в качестве «главной» биржи использовались данные биржи ММВБ.

В качестве «котировки» использовалась цена закрытия по ценным бумагам эмитента на каждый конкретный день (торговую сессию). В редких случаях данные по котировкам отсутствовали – в таких случаях для дополнения данных бралось среднее от цены закрытия на предыдущую и на последующую торговую сессию.

В итоговой базе данных по ряду эмитентов возникали дни, когда разные инвестиционные банки выпускали противоречащие друг другу изменения по рекомендациям. К примеру, в результате роста котировок по эмитенту один из инвестиционных банков мог решить, что ценные бумаги переоценены – и понизить рекомендацию. В то время как другой инвестиционный банк, ожидающий дальнейшего роста котировок, в тот же (или соседний) день повышал рекомендацию. Для целей исследования такие противоречащие друг другу сигналы исключались из базы данных, если находились на интервале менее трех дней друг от друга.

В том случае, если в один и тот же день происходил однонаправленный пересмотр рекомендаций по одному и тому же эмитенту, выпущенный разными инвестиционными банками, то эти два события рассматривались как единое событие. Предполагается, что инвесторы в достаточной степени доверяют изменению рекомендаций одного из банков, так что выход подтверждающей рекомендации в тот же день не должен влиять на усиление реакции инвестора. В качестве альтернативного варианта возможно рассматривать подобные события как независимые, однако это не должно было оказать влияние на результаты исследования – указанные случаи составили менее 2% выборки.

Также из итоговой базы данных были исключены аналитические отчеты по тем ценным бумагам, по которым отсутствовали устойчивые торги в рассматриваемый период.

Для исследования рассматривались рекомендации, выпущенные в период за три года, с 1 июня 2009 года по 1 июня 2012 года. 2009 год характеризуется стремительным ростом рынка, что отражается в высоких положительных показателях доходности. Рост отчасти продолжился и в 2010 году. В 2011 году произошла сильная коррекция рынка, поэтому этот год рассматривается как период падающего рынка. В 2012 году отсутствие очевидных перспектив и высокая неопределенность позволяют говорить о том, что рынок вошел в боковой тренд. Таким образом, можно считать, что в течение рассматриваемого периода времени были явно выражены разные тренды динамики фондового рынка.

Исходная выборка состояла из 4631 новостных событий инвестиционных банков, в которых шла речь об изменении какого-либо из ключевых параметров аналитического отчета по эмитентам, включая рекомендации и целевые цены. Для целей исследования в расчет принимались не сами рекомендации, а их изменения, поскольку информационно эффективные рынки не должны учитывать повторение старой информации. Таким образом, повторение предыдущих рекомендаций не рассматривалось в качестве новой информации. Также в выборку не вошли случаи начала выпуска рекомендаций по эмитенту и случаи возобновления и прекращения рекомендаций. Это связано с невозможностью отнести такие события к категории «плохих» или «хороших» с точки зрения инвестора.

Выборка изменений по рекомендациям состояла изначально из 1573 событий, включая 789 случаев повышения рекомендаций и 784 случая понижения рекомендаций по 131 эмитенту, выпущенным 19 инвестиционными банками. В результате исключения ценных бумаг, по которым отсутствовали регулярные торги в течение тридцатидневного периода вокруг выхода изменения по рекомендациям, было исключено 36 событий. Кроме того, 37 пересмотров рекомендаций было исключено потому, что указанные в аналитических отчетах эмитенты не торгуются на рассматриваемых биржах (MMBB или LSE), а торгуются на одной из американских площадок. Еще 128 рекомендаций было исключено по причине выхода противоречащих друг другу изменений, выпущенных разными инвестиционными банками. Противоречащие друг другу рекомендации исключались в том случае, если они были опубликованы на временном интервале менее четырех дней друг от друга.

Итоговая выборка состоит из 1372 событий, включая 696 случаев повышения рекомендаций и 676 случаев понижения рекомендаций по 119 эмитентам, выпущенным 19 инвестиционными банками. Указанные эмитенты суммарно представляют 89% от общей капитализации биржи MMBB по итогам 2012 года (без учета капитализации вышедшей на IPO в конце 2012 года компании «Мегафон» – 91%) и 95% от капитализации всех российских компаний, торгующихся на бирже LSE (без учета капитализации «Мегафона» – 98%).

Анализ выборки показывает, что в 2009 году, когда рынок активно восстанавливался после кризиса 2008 года, было выпущено на 53% больше положительных пересмотров рекомендаций, чем отрицательных. В 2010 и 2011 годах соотношение повышений и понижений рекомендаций оставалось на стабильном уровне – разница в соотношениях не превышает 10%. Однако уже в 2012 году, когда рынок перестал демонстрировать высокие темпы роста, а потенциал большинства эмитентов, по мнению аналитиков, был исчерпан, количество отрицательных пересмотров рекомендаций резко увеличилось. К июлю 2012 года было выпущено на 63% больше понижений рекомендаций, чем повышений. Это подтверждает предположение о том, что аналитики более склонны делать положительные пересмотры рекомендаций во время «бычьего» рынка и отрицательные пересмотры – во время «медвежьего» рынка.

Выборка включает (но не ограничивается) такие крупные российские инвестиционные банки, как «Тройка Диалог» (новое название – «Сбербанк КИБ»), «Ренессанс Капитал», «Альфа-Банк», «Уралсиб», а также зарубежные инвестиционные банки Deutsche Bank, UBS, Goldman Sacks, JPMorgan, Merrill Lynch и другие.

Результаты применения событийного анализа демонстрируют, что в день публикации пересмотра по рекомендации в информационной ленте «Интерфакса» существует статистически значимая средняя аномальная доходность, отличная от нуля, как в случае повышения, так и в случае понижения рекомендации.

При повышении рекомендации средняя аномальная доходность составляет 0,64% (t-статистика = 6,3) в день публикации и 0,40% (t-статистика = 4,3) на следующий день. Следующие три дня также наблюдается положительная аномальная доходность, хотя только на второй день после публикации она статистически значима на уровне 1%. Значения t-статистики как в день пересмотра, так и на следующий день очень высокие. В целом в течение трехдневного окна событий вокруг даты пересмотра рекомендации аномальная доходность (CAR) кумулятивно увеличивается на 1,21%.

При понижении рекомендации средняя аномальная доходность составляет -0,50% (t-статистика = -5,7) в день публикации и -0,26% (t-статистика = -2,9) на следующий день. Следующую неделю отрицательная аномальная доходность сохраняется, хотя статистическая значимость есть только в течение трех дней. Значения t-статистики как в день пересмотра, так и на следующий день очень высокие. Важно также отметить, что в день, предшествующий пересмотру публикации, также наблюдается статистическая значимость на уровне 1% ($t = -3,2$) при средней аномальной доходности -0,3% в этот день. В целом в течение трехдневного окна событий вокруг даты пересмотра рекомендации аномальная доходность (CAR) кумулятивно снижается на -1,07%.

Таким образом, как повышение, так и понижение рекомендаций ведет к значимому изменению аномальной доходности. Реакция инвесторов соответствует направлению пересмотра рекомендации – при повышении рекомендации котировки идут вверх, при понижении рекомендации – вниз. Изменение цен акций является статистически и экономически значимым. При этом «усиление» пересмотра рекомендации (то есть повышение до уровня «покупать» или понижение до уровня «продавать») добавляет к доходности 0,31% в течение трех дней после повышения рекомендаций и -0,34% для понижения рекомендаций. Существенной асимметрии в реакции рынка на повышения и на понижения не обнаружено.

Реакция рынка не является мгновенной и длится более одной торговой сессии, что соответствует выводам зарубежных исследований. Кроме того, аналогично результатам на фондовом рынке США, значимая динамика котировок начинается за один-два дня до пересмотра рекомендации, что может объясняться как особенностью используемой базы данных, так и возможностью рассылки аналитических отчетов ряду клиентов до даты официальной публикации.

Расхождение в результатах при использовании рыночной модели и модели CAPM является минимальным – как значения t-статистики, так и уровень аномальной доходности остаются на схожем уровне.

При изменении биржи инвесторы в российские ценные бумаги продолжают реагировать на пересмотр рекомендаций. Хотя результаты оценки аномальной доходности для российских эмитентов, торгуемых на Лондонской фондовой бирже (LSE), несколько отличаются от результатов на бирже ММВБ.

Значимы только изменения торгов в день пересмотра рекомендации и на следующий день. Уровень t-статистики для биржи LSE в целом меньше, чем для биржи ММВБ, но это объясняется в первую очередь разницей в размере выборок (примерно в 5–6 раз). Тем не менее повышение доходности на 0,80% в день повышения рекомендации и понижение доходности на -1,31% в день понижения рекомендации статистически значимы на уровне 1%.

Важным отличием является то, что торги на Лондонской бирже можно назвать более эффективными – значимое изменение доходности наблюдается в течение более короткого интервала времени, то есть рынок быстрее отражает в ценах поступление новой информации.

Еще одним отличием является то, что на бирже LSE котировки ко второму дню после пересмотра рекомендации выходят на стабильный уровень, в то время как на ММВБ отрицательная аномальная доходность при понижении рекомендации сохраняется вплоть до конца рассматриваемого окна событий.

Полученные результаты показывают, что реакция инвесторов на LSE похожа на реакцию инвесторов на ММВБ. Можно сделать предварительный вывод о большей эффективности Лондонской фондовой биржи в связи с более коротким интервалом времени, на котором влияние рекомендаций оказывается значимым. Кумулятивная аномальная доходность в течение трехдневного окна событий для ММВБ и LSE сопоставимы, однако аномальная доходность (и соответствующая t-статистика) в день пересмотра рекомендаций значимо выше на LSE.

В выборку вошли данные за три года – с июня 2009 по июнь 2012 года, которые содержат как период «бычьего», так и период «медвежьего» рынка. Во время «бычьего» рынка аналитики чаще делали положительные пересмотры рекомендаций, в то время как во время «медвежьего» рынка преобладали отрицательные пересмотры. При этом оказалось, что инвестиционные банки влияют на рынок при любом тренде фондового рынка. Однако в период роста рынка инвесторы больше доверяют положительным пересмотрам рекомендаций и более склонны следовать совету «покупать». А в период спада они больше доверяют понижению рекомендаций, которое подтверждает их ожидания по поводу дальнейшего движения котировок.

Инвестиционные банки с сильной репутацией (то есть входящие в рейтинг Institutional Investor, II) оказывают гораздо большее влияние на котировки ценных бумаг анализируемых компаний, чем прочие инвестиционные банки. Это может быть связано как с тем, что инвесторы действительно больше доверяют рекомендациям зарекомендовавших себя банков и чаще их реализуют, так и с тем, что большее количество инвесторов получает отчеты крупнейших банков. При этом разделение банков по страновой принадлежности (местные и зарубежные) не показало существенных различий в подгруппах.

На пересмотр рекомендаций реагируют не только котировки ценных бумаг. Активность инвесторов, выражающаяся в колебаниях объемов торгов, также значимо повышается в периоды пересмотров. На бирже ММВБ такое повышение более значимо для положительных пересмотров рекомендаций, в то время как на LSE рост объемов торгов происходит при любом направлении пересмотра.

Таблица 1

Результаты использования метода событийного анализа для оценки информационной значимости пересмотров по рекомендациям

Пересмотр	Биржа	Модель*	Выборка	AR [0]**	t-стат.	CAR [-1;1]***
Повышения	ММВБ	MAR	Вся выборка	0,64%	6,302	1,21%
Повышения	ММВБ	CAPM	Вся выборка	0,57%	6,111	1,02%
Повышения	LSE	MAR	Вся выборка	0,80%	3,211	1,53%
Повышения	LSE	CAPM	Вся выборка	0,61%	2,504	1,17%
Повышения	ММВБ	MAR	2009 год	0,95%	3,996	1,50%
Повышения	ММВБ	MAR	2010 год	0,51%	3,146	0,99%
Повышения	ММВБ	MAR	2011 год	0,55%	3,077	1,20%
Повышения	ММВБ	MAR	2012 год	0,64%	2,427	1,30%
Повышения	ММВБ	MAR	«Зарубежные» банки	0,70%	5,912	1,29%
Повышения	ММВБ	MAR	«Местные» банки	0,54%	3,116	1,02%
Повышения	ММВБ	MAR	Рейтинг II топ-6	1,14%	5,945	1,92%

Пересмотр	Биржа	Модель*	Выборка	AR [0]**	t-стат.	CAR [-1;1]***
Повышения	ММВБ	MAR	Нет в Рейтинге II	0,33%	3,052	0,75%
Повышения	ММВБ	MAR	Повышения до «покупать»	0,85%	7,452	1,39%
Понижения	ММВБ	MAR	Вся выборка	-0,50%	-5,741	-1,07%
Понижения	ММВБ	CAPM	Вся выборка	-0,54%	-6,202	-1,09%
Понижения	LSE	MAR	Вся выборка	-1,31%	-4,492	-2,49%
Понижения	LSE	CAPM	Вся выборка	-1,19%	-4,058	-2,26%
Понижения	ММВБ	MAR	2009 год	-0,06%	-1,477	-0,85%
Понижения	ММВБ	MAR	2010 год	-0,46%	-3,311	-0,98%
Понижения	ММВБ	MAR	2011 год	-0,75%	-5,589	-1,49%
Понижения	ММВБ	MAR	2012 год	-0,52%	-2,500	-0,62%
Понижения	ММВБ	MAR	«Зарубежные» банки	-0,57%	-5,236	-1,03%
Понижения	ММВБ	MAR	«Местные» банки	-0,46%	-3,256	-1,39%
Понижения	ММВБ	MAR	Рейтинг II топ-6	-0,75%	-5,692	-1,63%
Понижения	ММВБ	MAR	Нет в Рейтинге II	-0,40%	-3,473	-0,90%
Понижения	ММВБ	MAR	Понижения до «продавать»	-0,69%	7,452	-1,36%

* MAR – рыночная модель (market-adjusted model).

** AR [0] – аномальная доходность в день пересмотра и соответствующее значение t-статистики.

*** CAR [-1;1] – кумулятивная аномальная доходность в течение трехдневного окна событий, центрированного вокруг даты пересмотра рекомендации.

Список литературы

1. Теплова Т.В. Влияние дивидендных выплат на рыночную оценку российских компаний: эмпирическое исследование методом событийного анализа на российских и зарубежных торговых площадках // Аудит и финансовый анализ. 2008. № 2. С. 1–15.
2. Чиркова Е.В. Реакция рынка на объявление о приобретении компаний открытого и закрытого типов // Корпоративные финансы. 2011. № 3(19). С. 30–43.
3. Хусаинов З. И. Оценка эффективности сделок слияний и поглощений: интегрированная методика // Корпоративные финансы. 2008. № 1(5). С. 12–33.
4. Климарев Н.В., Студников С.С. Методологические проблемы применения метода событийного анализа в финансовых исследованиях // Вестник Московского университета. 2011. № 6. С. 58–67.
5. Altinkılıç, O., Hansen, R.S. (2009), On the information role of stock recommendation revisions, Journal of Accounting and Economics, 1(48) (2009)17–36.
6. Asquith, P., Mikhail, M.B., Au, A.S. (2005), Information content of equity analyst reports, Journal of Financial Economics, 2(75) (2005) 245–282.
7. Barber, B. et al. (2001), Can investors profit from the prophets? Security analyst recommendations and stock returns, The Journal of Finance, 2(56) (2001) 531–563.
8. Beaver, W.H. (1968), The information content of annual earnings announcements, Journal of Accounting Research, 1(7) (1968) 67–92.
9. Beneish, M.D. (1991), Stock prices and the dissemination of analysts' recommendation, Journal of Business, 3(64) (1991) 393–416.
10. Boehmer, E., Musumeci, J., Poulsen, A.B. (1991), Event-study methodology under conditions of event-induced variance, Journal of Financial Economics, 2(30) (1991) 253–272.

11. Bradshaw, M.T. (2004), How do analysts use their earnings forecasts in generating stock recommendations?, *The Accounting Review*, 1(79) (2004) 25–50.
12. Brav, A., Lehavy, R. (2003), An Empirical Analysis of Analysts' Target Prices: Short-term Informativeness and Long-term Dynamics, *The Journal of Finance*, 5(58) (2003) 1933–1968.
13. Brown, S.J., Warner, J.B. (1985), Using daily stock returns: The case of event studies, *Journal of financial economics*, 1(14) (1985) 3–31.
14. Elton, E.J., Gruber, M.J., Grossman, S. (1986), Discrete expectational data and portfolio performance, *The Journal of Finance*, 3(41) (1986) 699–713.
15. Fama, E.F. (1968), Risk, return and equilibrium: some clarifying comments, *The Journal of Finance*, 1(23) (1968) 29–40.
16. Francis, J., Schipper, K., Vincent, L. (2002), Earnings announcements and competing information, *Journal of Accounting and Economics*, 3(33) (2002) 313–342.
17. Francis, J., Soffer, L. (1997), The relative informativeness of analysts' stock recommendations and earnings forecast revisions, *Journal of Accounting Research*, 2(35) (1997) 193–211.
18. Grossman, S.J., Stiglitz, J.E. (1980), On the impossibility of informationally efficient markets, *The American economic review*, 3(70) (1980) 393–408.
19. Ivković, Z., Jegadeesh, N. (2004), The timing and value of forecast and recommendation revisions, *Journal of Financial Economics*, 3(73) (2004) 433–463.
20. Jegadeesh, N., Kim, W. (2006), Value of analyst recommendations: International evidence, *Journal of Financial Markets*, 3(9) (2006) 274–309.
21. Loh, R.K., Stulz, R.M. (2011), When are analyst recommendation changes influential?, *Review of Financial Studies*, 2(24) (2011) 593–627.
22. Michaely, R., Womack, K.L. (1999), Conflict of interest and the credibility of underwriter analyst recommendations, *Review of Financial Studies*, 4(12) (1999) 653–686.
23. Mikhail, M.B., Walther, B.R., Willis, R.H. (2007), When security analysts talk, who listens?, *The Accounting Review*, 5(82) (2007) 1227–1253.
24. Ramnath, S., Rock, S., Shane, P. (2008), The financial analyst forecasting literature: A taxonomy with suggestions for further research // *International Journal of Forecasting*, 1(24) (2008) 34–75.
25. Sharpe, W.F. (1964), Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk, *The Journal of Finance*, 3(19) (1964) 425–442.
26. Stickel, S.E. (1995), The anatomy of the performance of buy and sell recommendations, *Financial Analysts Journal*, 5(51) (1996) 25–39.
27. Womack, K.L. (1996), Do brokerage analysts' recommendations have investment value?, *The Journal of Finance*, 1(51) (1996) 137–167.

EMPLOYMENT OF EVENT STUDY TO ESTIMATE INFORMATIONAL SIGNIFICANCE OF ANALYSTS' RECOMMENDATIONS OF RUSSIAN EMITTERS

Pogozheva Anastasia,

Postgraduate student, NRU-HSE

Abstract

This article provides description of the event study analysis and its application for testing of the information value of analyst reports that are issued by brokerage firms on Russian public companies. Event study method allows to evaluate abnormal return that exists due to issuance of new analyst recommendation change in the short-term. Results of the empirical research show that quotes of Russian stocks statistically significantly increase as a result of recommendation upgrade by investment analyst and statistically significantly decrease as a result of recommendation downgrade. Positive (negative) abnormal returns are associated to positive (negative and neutral) recommendations change the day of publication of the recommendation and the day before and after publication although t-statistics is at the maximum level the day of publication. There is no any asymmetry in the effect of recommendation on the stock return or trading volume, following the sign of the recommendation. These results are robust for different data subsets and are consistent as for MICEX stock exchange so for London stock exchange although there is an evidence that LSE investors adopt new information in prices more quickly. Stock prices react more significantly to recommendation revisions if the recommendation change sign coincide with the final recommendation. The difference between models that are used to define “normal” return is minimal and does not influence the results. The largest price reactions to upgrades is observed during the “bull” market while the largest price reactions to downgrades is observed during the “bear” market. At the same time, during the “bull” (“bear”) market analysts tend to issue more favorable (negative) recommendation changes. The reputation of brokerage firm that is defined by Institutional Investor rating does matter while the country of origin of analyst team (“domestic” or “foreign”) does not show any influence on information value of the recommendation.

JEL: G1

Key words: event study, informational significance, recommendations of analysts, stock pricing, stock market, investment banks.

References

1. Altinkılıç O., Hansen R.S. On the information role of stock recommendation revisions. *Journal of Accounting and Economics*, 2009, 1(48), pp. 17–36.
2. Asquith P., Mikhail M.B., Au A.S. Information content of equity analyst reports. *Journal of Financial Economics*, 2005, 2(75), pp. 245–282.
3. Barber B. et al. Can investors profit from the prophets? Security analyst recommendations and stock returns. *The Journal of Finance*, 2001, 2(56), pp. 531–563.
4. Beaver W.H. The information content of annual earnings announcements. *Journal of Accounting Research*, 1968, 1(7), pp. 67–92.
5. Beneish, M.D. Stock prices and the dissemination of analysts' recommendation. *Journal of Business*, 1991, 3(64), pp. 393–416.
6. Boehmer E., Masumeci J., Poulsen A.B. Event-study methodology under conditions of event-induced variance. *Journal of Financial Economics*, 1991, 2(30), pp. 253–272.
7. Bradshaw M.T. How do analysts use their earnings forecasts in generating stock recommendations? *The Accounting Review*, 2004, 1(79), pp. 25–50.
8. Brav A., Lehavy R. An Empirical Analysis of Analysts' Target Prices: Short-term

- Informativeness and Long-term Dynamics. The Journal of Finance, 2003, 5(58), pp. 1933–1968.
9. Brown S.J., Warner J.B. Using daily stock returns: The case of event studies. Journal of financial economics, 1985, 1(14), pp. 3–31.
10. Chirkova E.V. Reaktsiia rynka na ob"iavlenie o priobretenii 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.
11. Elton E.J., Gruber M.J., Grossman S. (1986) Discrete expectational data and portfolio performance. The Journal of Finance, 1986, 3(41), pp. 699–713.
12. Fama E.F. Risk, return and equilibrium: some clarifying comments. The Journal of Finance, 1968, 1(23), pp. 29–40.
13. Francis J., Schipper K., Vincent L. Earnings announcements and competing information. Journal of Accounting and Economics, 2002, 3(33), pp. 313–342.
14. Francis J., Soffer L. The relative informativeness of analysts' stock recommendations and earnings forecast revisions. Journal of Accounting Research, 1997, 2(35), pp. 193–211.
15. Grossman S.J., Stiglitz J.E. On the impossibility of informationally efficient markets. The American economic review, 1980, 3(70), pp. 393–408.
16. Ivković Z., Jegadeesh N. The timing and value of forecast and recommendation revisions. Journal of Financial Economics, 2004, 3(73), pp. 433–463.
17. Jegadeesh N., Kim W. Value of analyst recommendations: International evidence. Journal of Financial Markets, 2006, 3(9), pp. 274–309.
18. Khusainov Z. I. Otsenka effektivnosti sdelok sliianii i pogloshchenii: integrirovannaia metodika [Assessment of efficiency of M&A deals: integrated methodology]. Korporativnye finansy [Corporate finance], 2008, № 1(5), pp. 12–33.
19. Klimarev N.V., Studnikov S.S. Metodologicheskie problemy primeneniia metoda sobytiinogo analiza v finansovykh issledovaniiaxh [Methodological problems of the use of the event study method in financial research]. Vestnik Moskovskogo universiteta [Bulletin of the Moscow university], 2011, № 6, pp. 58–67.
20. Loh R.K., Stulz R.M. When are analyst recommendation changes influential? Review of Financial Studies, 2011, 2(24), pp. 593–627.
21. Michaely R., Womack K.L. Conflict of interest and the credibility of underwriter analyst recommendations. Review of Financial Studies, 1999, 4(12), pp. 653–686.
22. Mikhail M.B., Walther B.R., Willis R.H. When security analysts talk, who listens? The Accounting Review, 2007, 5(82), pp. 1227–1253.
23. Ramnath S., Rock S., Shane P. The financial analyst forecasting literature: A taxonomy with suggestions for further research. International Journal of Forecasting, 2008, 1(24), pp. 34–75.
24. Sharpe W.F. Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk. The Journal of Finance, 1964, 3(19), pp. 425–442.
25. Stickel S.E. The anatomy of the performance of buy and sell recommendations. Financial Analysts Journal, 1996, 5(51), pp. 25–39.
26. Teplova T.V. Vliianie dividendnykh vyplat na rynochnuiu otsenku rossiiskikh kompanii: empiricheskoe issledovanie metodom sobytiinogo analiza na rossiiskikh i zarubezhnykh torgovykh ploshchadkakh [Influence of dividend payout on the market valuation of Russian companies: empirical study through the event study method at Russian and foreign trading platforms]. Audit i finansovyi analiz [Audit and financial analysis], 2008, № 2, pp. 1–15.
27. Womack K.L. Do brokerage analysts' recommendations have investment value? The Journal of Finance, 1996, 1(51), pp. 137–167.

Преобладающее число выпусков российских корпоративных облигаций размещается по номиналу, аукцион проводится по ставке купона, либо ставка купона определяется в результате проведения процедуры бук-билдинга. С развитием российского долгового рынка вопрос о том, что определяет доходность облигаций при размещении, становится все более актуальным. Выявление факторов, влияющих на доходность корпоративных облигаций, и разработка модели, определяющей ставку купона облигационного выпуска, позволят участникам рынка принимать более эффективные инвестиционные решения и минимизировать риски.

Настоящее исследование посвящено анализу факторов, оказывающих влияние на доходность рублевых корпоративных облигаций при их размещении. В научной литературе данному вопросу уделено достаточно большое внимание. В данной статье акцент делается на детерминантах, специфических для российского рынка корпоративных облигаций, таких как формат размещения выпуска, тип облигации, тип организатора, валютный курс и цена нефти сорта Юралс.

Рассматриваются выпуски российских корпоративных облигаций, размещенные в период с мая 2008 по декабрь 2012 гг. включительно, кроме облигаций, выпущенных банками, страховыми компаниями и прочими финансовыми институтами. На основе этих выпусков строится эконометрическая модель зависимости спредов доходности корпоративных облигаций от кредитного качества эмитента, от отрасли, в которой функционирует компания, от параметров облигационного выпуска и от агрегированных показателей.

Главный вывод, полученный в результате проведенного исследования, заключается в том, что на изменения спредов доходности корпоративных облигаций оказывают влияние и все группы показателей: на уровне выпуска, на уровне фирмы и на макроэкономическом уровне. При этом специфические для российского рынка факторы несут ответственность за одну пятую часть объясненной вариации.

JEL: G12

Ключевые слова: эконометрическая модель, долговой рынок, облигации, доходности, размещение облигаций, ставка купона, специфические факторы

В зарубежной научной литературе достаточно большое внимание уделено построению моделей, демонстрирующих зависимость спреда доходности облигаций от ряда детерминант.

Первые эмпирические исследования, направленные на выявление факторов доходности корпоративных облигаций и их вклада в объяснение спредов доходности восходят к основополагающей работе Фишера «Детерминанты премии за риск по корпоративным облигациям», в которой автор сформулировал и эмпирически доказал гипотезу о том, что премия по корпоративным облигациям зависит от риска невыполнения фирмой своих обязательств и от ликвидности облигации (Fisher, 1959).

После Фишера многие зарубежные исследователи занимались вопросами определения детерминант, оказывающих влияние на изменение спредов доходности корпоративных облигаций, расширяя статистические выборки и увеличивая количество рассматриваемых факторов. Объект проведенных ранее исследований ограничивается в основном западными облигационными рынками.

В данной работе предпринимается попытка построения подобной модели для российского рынка корпоративных облигаций. Акцент будет сделан на влиянии специфических детерминант, не включенных в построенные по зарубежным рынкам модели, и на их вкладе в объяснение спредов доходности российских корпоративных облигаций. Представленная в данной работе модель построена на статистической выборке, охватывающей облигации,

1. Аспирантка НИУ ВШЭ, специальность 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит».

выпущенные в период с 1 мая 2008 г. по 31 декабря 2012 г. компаниями реального сектора экономики.

В первой части будет представлен краткий обзор наиболее часто использовавшихся в предшествующих исследованиях факторов с комментариями об их применимости на российском рынке. Вторая часть работы включает в себя рассмотрение специфических детерминант. Третья часть посвящена эмпирическому анализу: построению регрессионной модели зависимости спреда доходности российских корпоративных облигаций от ряда факторов и оценке вклада группы специфических факторов в объяснение изменений спредов доходности.

1. Детерминанты, наиболее часто используемые в моделях зависимости спреда доходности облигаций от различных факторов

1.1. Характеристики облигационного выпуска

Срок до погашения. Общеизвестным фактом является прямая зависимость риска дефолта от срока, оставшегося до погашения облигации (из-за высокой неопределенности относительно будущего компании-эмитента). Соответственно, инвесторы требуют более высокую доходность по более «длинным» облигационным выпускам. Гипотеза положительной корреляции спредов доходности со сроком до погашения была проверена и эмпирически доказана в работах Гунтея и Хакбарта (Guntay, Hackbarth, 2010), Габби и Сирони (Gabbi, Sironi, 2005) и Накашима и Саито (Nakashima, Saito, 2009).

Однако существуют и другие мнения относительно того, как срок до погашения облигации влияет на спред ее доходности. Фридсон и Гарман показали, что спреды доходности растут с ростом срока до погашения только для облигаций инвестиционного уровня, а для спекулятивных облигаций наблюдается обратный характер зависимости (Fridson, Garman, 1998).

Кавалло и Валенсуэла обнаружили, что спреды доходности имеют прямую зависимость от срока до погашения облигации, за исключением случаев, когда эмитент обладает высоким уровнем долга. Исследователи объясняют это тем, что компании с высокой долей долга снижают риск ликвидности, удлиняя сроки своих заимствований (Cavallo, Valenzuela, 2007).

К похожему выводу пришли Лу, Чен и Лиао, доказав, что срок до погашения оказывает прямое воздействие на компании с низкой волатильностью акций и низким отношением заемного капитала к собственному, и обратное – на компании с высокой волатильностью акций и высоким долговым соотношением (Lu et al., 2010).

Можно сказать, что результаты, полученные исследователями, согласуются друг с другом, так как и высокий уровень долга, и высокая волатильность акций более характерны для облигаций более низкого, спекулятивного уровня.

Большинство рублевых корпоративных облигаций выпускаются с опцией, т.е. со встроенным опционом пут. Инвесторы могут потребовать погашения в день опции по фиксированной цене (чаще всего 100% от номинала), и это гипотетически должно снижать требуемую доходность. Однако особенностью российского долгового рынка является то, что после опции купон может быть изменен, причем по усмотрению эмитента. Таким образом, опцион пут для инвестора «превращается» в опцион колл для эмитента, так как если компания намерена погасить большую часть выпуска облигаций в день опции, она может объявить для всех последующих процентных выплат купон, в несколько раз меньший, чем был определен до опции.

Таким образом, облигация со встроенным опционом может быть погашена в день опции как по желанию инвестора, так и по желанию компании, выпустившей облигацию. Поэтому инвестор рассматривает, например, трехлетнюю бумагу с полуторогодовой опцией скорее как просто полуторогодовую облигацию. Значит, для отображения продолжительности

жизни облигации в модель будет включен срок обращения в годах, если для облигационного выпуска не предусмотрена оферта, и срок до оферты в годах в противном случае.

Предполагается, что чем больше продолжительность жизни облигации, тем выше должна быть доходность. Однако спред доходности при этом может сужаться. Дело в том, что с ростом срока обращения доходность по государственным ценным бумагам растет быстрее, чем доходность корпоративных облигаций. В рамках данного исследования выдвигается гипотеза об обратной зависимости спреда доходности от срока до погашения (до оферты).

Наличие встроенного опциона. Такая особенность российского облигационного рынка (когда облигация является одновременно и возвратной, и отзывной) также объясняет, почему в модель в данном исследовании не включается такой фактор, как наличие встроенного опциона. Обычно участники рынка требуют меньший спред для выпусков со встроенным опционом пут, чем по выпускам без такого опциона. В противоположность этому участники рынка требуют больший спред доходности для выпусков со встроенным опционом колл (Фабоцци, 2000, глава 22). Гипотеза о более высоких спредах доходности отзывных облигаций была эмпирически доказана в работах Фридсона и Гармана (Fridson, Garman, 1998), Габби и Сирони (Gabbi, Sironi, 2005). Однако вследствие того что на российском рынке облигаций наличие встроенного опциона пут обычно сопровождается встроенным опционом колл, влияние этих противодействующих факторов уравнивается друг другом, и спред доходности такой облигации соответствует спреду доходности бумаги без встроенных опционов со сроком до погашения, равным сроку до оферты рассматриваемой облигации.

Объем облигационного выпуска. Размер облигационного выпуска инвесторы связывают с объемом вторичного рынка. Так как инвесторы предпочитают более ликвидные облигации менее ликвидным, спреды доходности снижаются с ростом объема облигационного выпуска. Эта гипотеза была эмпирически доказана в работах Лу, Чен и Лиао (Lu et al., 2010) и Габби и Сирони (Gabbi, Sironi, 2005).

Вольф, напротив, выдвигает и проверяет гипотезу о прямой зависимости спреда доходности от объема облигационного выпуска. Объяснение такого предположения заключается в том, что чем больше величина облигационного займа, тем сильнее увеличивается доля долга в пассивах компании и, следовательно, снижается ее финансовая устойчивость (Wolfe, 2006).

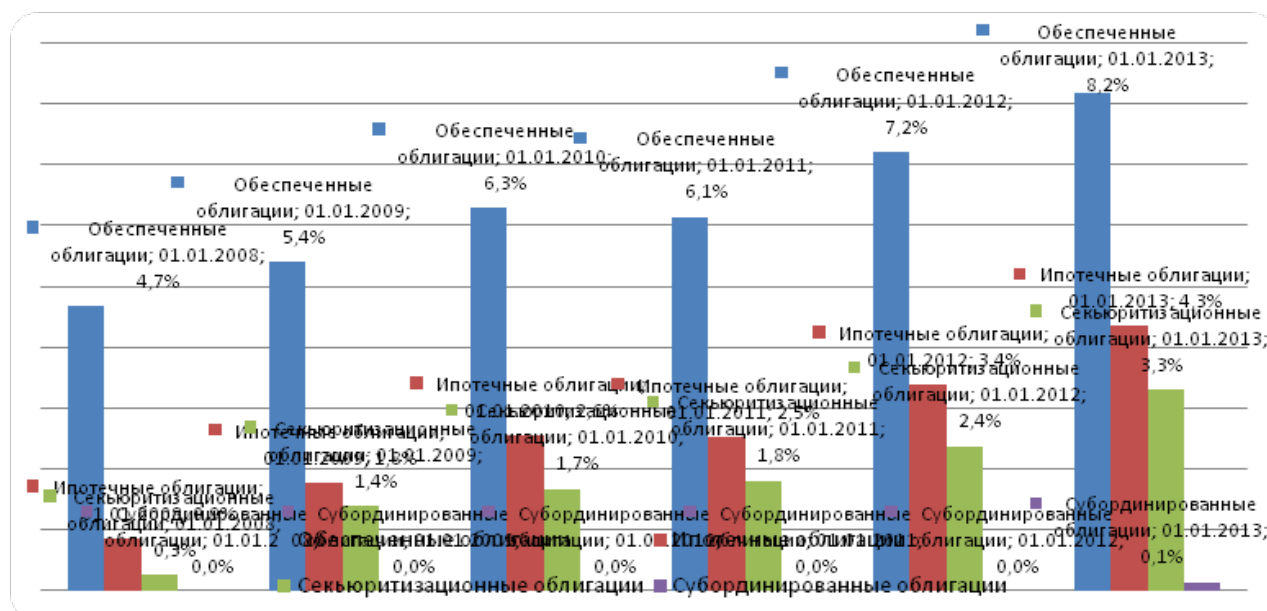
Предположение, которое будет протестировано в процессе проведения исследования: чем больше объем эмиссии, тем спред доходности ниже.

Старшинство. Старшинство облигации определяет, в какой очереди будут удовлетворены требования инвесторов в случае банкротства эмитента. При наступлении дефолта в первую очередь будут удовлетворены требования владельцев старших обеспеченных облигаций, во вторую – владельцев старших необеспеченных облигаций и т.д.

Рассматривая две облигации с одинаковой вероятностью дефолта, рациональный инвестор потребует большую рисковую премию по облигации, имеющей более высокий уровень потерь в случае наступления дефолта. Гипотеза о более высоких спредах доходности субординированных облигаций была сформулирована и доказана в работах Фридсона и Гармана (Fridson, Garman, 1998) и Кавалло и Валенсуэлы (Cavallo, Valenzuela, 2007).

На российском рынке корпоративных облигаций наблюдается положительная динамика доли обеспеченных ценных бумаг, но значения данного показателя остаются по-прежнему относительно низкими (см. рис. 1).

Вследствие того что большинство обеспеченных облигаций представлено ценными бумагами, выпущенными финансовыми институтами, а доля субординированных облигаций в обращении очень низка, в рамках данного исследования старшинство облигации не рассматривается как фактор, влияющий на доходность облигаций.



Источник: информационное агентство Cbonds; расчеты автора

Рисунок 1. Доли обеспеченных, ипотечных, секьюритизационных и субординированных облигаций в номинальном объеме всех корпоративных облигаций, находящихся в обращении

Первый выпуск эмитента. Фридсон и Гарман предположили, что облигации компаний, впервые выходящих на рынок корпоративных облигаций, будут иметь более высокие спреды доходности, чем облигации эмитентов, уже размещавших долговые бумаги ранее (Fridson, Garman, 1998). Это объясняется тем, что компании, чьи облигационные выпуски уже обращаются на рынке, имеют кредитную историю, и неопределенность относительно их кредитоспособности становится ниже. Предположение подтвердилось: согласно построенной исследователями модели, спреды доходности облигаций, выпущенных «новичками» на рынке корпоративных облигаций, оказались при прочих равных условиях на 25,23 б.п. выше спредов доходности остальных облигаций (Fridson, Garman, 1998).

Однако в предшествующих исследованиях оценивалась и обратная гипотеза: Вольф считает, что инвесторы требуют большую премию за риск по обязательствам эмитентов, чьи облигации уже обращаются на рынке, так как выпуск новых заимствований увеличивает общий уровень долга компании, снижая финансовую устойчивость и увеличивая риски облигационеров (Wolfe, 2006). Но предположение не принимается в ходе эмпирической проверки.

Предположение, которое тестируется в данном эмпирическом исследовании, заключается в том, что для «первых» выпусков доходность будет выше.

1.2. Характеристики эмитента

Кредитный рейтинг. Зависимость спредов доходности от кредитного рейтинга эмитента, присвоенного одним из рейтинговых агентств (S&P или Moody's), является наиболее распространенным фактором в существующих эмпирических моделях. Кредитный рейтинг представляет собой мнение независимого рейтингового агентства относительно кредитоспособности эмитента. Выставление рейтинга является результатом досконального анализа, проведенного рейтинговым агентством, включая обработку информации, недоступной инвестору. При этом кредитные рейтинги учитывают и вероятность дефолта, и уровень потерь в случае его наступления (Fridson, Garman, 1998).

Высокий кредитный рейтинг говорит о том, что вероятность наступления дефолта по обязательствам эмитента крайне низка, и чем ниже рейтинг, тем выше вероятность дефолта и возможные потери облигационеров. Поэтому инвесторы требуют более высокую доходность по облигациям, выпущенным компаниями с низким кредитным рейтингом, как компенсацию за принятие дополнительного риска. Эта гипотеза была выдвинута и эмпирически доказана

в работах Гунтея и Хакбарта (Guntay, Hackbarth, 2010), Кэмпбелла и Такслера (Campbell, Taskler, 2003) и др.

Еще несколько лет назад такой показатель, как кредитный рейтинг международного рейтингового агентства, было невозможно использовать в качестве объясняющей переменной в регрессионных моделях определения спредов доходности корпоративных облигаций (Пашкова, Родионов, 2007). Причина заключалась в том, что очень малое количество эмитентов имело кредитный рейтинг: лишь 20% бумаг, размещенных компаниями реального сектора в 2006-2007 гг., были выпущены такими эмитентами (сайт информационного агентства Cbonds). Однако с началом финансово-экономического кризиса разместить облигации удавалось лишь надежным заемщикам: в 2008–2009 годах доля займов, размещенных компаниями реального сектора с кредитным рейтингом международного агентства, составила уже 69%, а в 2010–2011 годах – 72%. Причем аппетит инвесторов к риску и после финансово-экономического кризиса остался на относительно низком уровне: до сих пор происходит мало размещений облигаций третьего эшелона, и участники рынка сходятся во мнении, что ситуация изменится нескоро (Зенкина, 2012).

В данном исследовании используется долгосрочный рейтинг по национальной шкале, присвоенный эмитенту крупнейшими иностранными рейтинговыми агентствами (S&P, Moody's и Fitch) на момент выпуска компанией облигаций. Учитывается количественное значение, получаемое в соответствии с таблицей 1:

Таблица 1

Перевод рейтинговых шкал в количественные значения

Долгосрочный рейтинг по национальной шкале			Значение переменной
Moody's	S&P	Fitch	
Aaa	AAA	AAA	-12
Aa1	AA+	AA+	-11
Aa2	AA	AA	-10
Aa3	AA-	AA-	-9
A1	A+	A+	-8
A2	A	A	-7
A3	A-	A-	-6
Baa1	BBB+	BBB+	-5
Baa2	BBB	BBB	-4
Baa3	BBB-	BBB-	-3
Ba1	BB+	BB+	-2
Ba2	BB	BB	-1
Ba3 и ниже	BB- и ниже	BB- и ниже	0
Отсутствие рейтинга			0

Как следует из таблицы, чем выше рейтинг компании-эмитента, тем ниже значение соответствующего показателя. Компании, имеющие рейтинг ниже BB (по шкале S&P и Fitch) или Ba2 (по шкале Moody's), а также компании, которым вообще не присвоен рейтинг вышеперечисленными агентствами, получают максимальное значение показателя – 0. Если компании-эмитенту присвоен рейтинг двумя или тремя рейтинговыми агентствами, в модель включается среднее арифметическое значение показателя. Ожидается, что коэффициент при данном показателе окажется положительным, что будет свидетельствовать о наличии обратной связи между кредитным рейтингом эмитента и спредом облигации.

Отраслевая принадлежность эмитента. Когда эмитент функционирует в отрасли, находящейся на подъеме в данный момент времени, вероятность дефолта для такого эмитента относительно низка при прочих равных условиях. Напротив, если в отрасли, в которой работает

компания, наблюдается рецессия, инвесторы будут оценивать вероятность дефолта как более высокую и требовать компенсацию за дополнительный риск в виде повышения доходности. Гипотеза о зависимости спреда доходности от принадлежности эмитента облигаций к определенной отрасли была выдвинута и доказана Ландшоотом (Landshoot, 2008) и Гунтеем и Хакбартом (Guntay, Hackbarth, 2010).

В модель введены 13 отраслевых дамми-переменных. Гипотеза заключается в том, что отрасль влияет на доходность облигаций и коэффициенты при дамми-переменных будут значимыми.

Волатильность акций эмитента. В исследованиях Кавалло и Валенсуэла (Cavallo, Valenzuela, 2007), Накашима и Саито (Nakashima, Saito, 2009) и др. отмечается необходимость учитывать волатильность доходности акций эмитента при моделировании спреда доходности корпоративных облигаций.

У фирмы с более волатильным собственным капиталом выше вероятность наступления дефолта, поэтому инвесторы, осознавая этот риск, должны требовать дополнительную компенсацию в виде более высоких спредов доходности облигаций (Campbell, Taskler, 2003). В качестве объясняющей переменной Лу, Чен и Лиао используют стандартное отклонение дневных доходностей акций компании за 150 дней, предшествующих сделке с облигацией (Lu et al., 2010). Подобный показатель, только за 180 дней, предшествующих наблюдению, включен в исследование Кэмпбелла и Тасклера. Во всех перечисленных работах волатильность акций оказалась значимым фактором, с которым спреды доходности имеют положительную корреляцию. Однако акции достаточно большого количества эмитентов российских корпоративных облигаций не торгуются на биржах, поэтому при построении модели в данном исследовании этот фактор не рассматривался.

1.3. Агрегированные показатели

Следующая группа детерминант, объясняющих изменения спредов доходности корпоративных облигаций, представлена агрегированными показателями, описывающими состояние рынка и экономики в целом.

Доходность государственных облигаций. Доходности корпоративных облигаций реагируют на изменения доходностей государственных облигаций не мгновенно. Поэтому в краткосрочном периоде спред между доходностями корпоративных и государственных облигаций сужается, когда доходности государственных облигаций растут, и расширяется в противном случае (Fridson, Garman, 1998). Гипотеза об обратной зависимости спредов доходности от доходности государственных облигаций была эмпирически доказана в работах Коллина-Дюфресне, Голдштейна и Мартина (Collin-Dufresne et al., 2001), Хуанга и Конга (Huang, Kong, 2003) и др.

В данном исследовании выдвигается гипотеза об обратной зависимости спредов доходности корпоративных облигаций от доходности государственных. В качестве доходности государственных облигаций выступает доходность ОФЗ с тем же сроком до погашения в день размещения облигации. Данные получены на сайте Московской Биржи.

Ставка дефолта. Для того чтобы измерить кредитный риск высокодоходных облигаций, Дубовый использует предельную ставку дефолта, определяемую как соотношение стоимости всех облигаций, по которым был объявлен дефолт в течение определенного времени, к номинальной стоимости всех выпущенных и находящихся в обращении облигации в тот же период времени (Dubovy, 1998):

$$MR_t = \frac{D_t}{NY_t} \quad (1)$$

Предельная ставка дефолта – величина, которая показывает взаимозависимость дефолтов на долговом рынке с ожидаемым инвесторами риском по будущим выпускам облигаций. Очевидно, что чем выше MR , тем выше требуемая инвесторами доходность. Эта гипотеза подтвердилась в результате проведения эмпирической проверки (Dubovy, 1998).

Ландшоот в своем исследовании предлагает меру оценки вероятности дефолта. Среднюю вероятность дефолта Ландшоот рассчитывает следующим образом (Landshoot, 2008):

$$PD_t = \frac{D_t}{N_{t-1}} \quad (2)$$

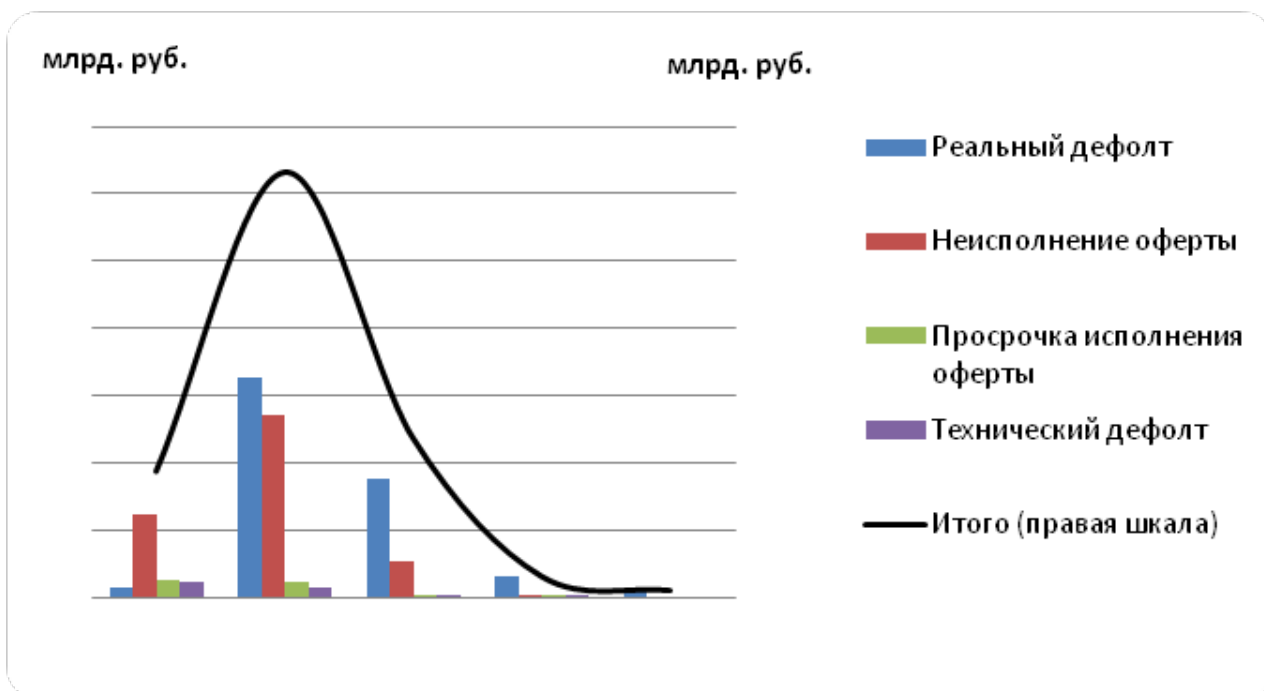
PD_t – вероятность дефолта в момент времени t ,

D_t – количество компаний, допустивших дефолт в течение месяца к моменту времени t , а N_{t-1} – количество всех компаний к моменту времени $t-1$.

Для расчетов Ландшоот использует базу данных S&P CreditPro. Построенная Ландшоотом модель подтверждает гипотезу о том, что спреды доходности облигаций сужаются при снижении вероятности дефолта и расширяются при росте.

Влияние ставки дефолта на спреды доходности облигаций также было проанализировано Фридсоном и Гарманом и Хуангом и Конгом, но, в отличие от Дубового и Ландшоота, они не вводили новый способ расчета ставки дефолта, а воспользовались ставкой корпоративного дефолта, рассчитываемой Moody's. Данная величина учитывает дефолты, допущенные на рынке в течение последних 12 месяцев (Fridson, Garman, 1998), (Huang, Kong, 2003).

До середины 2000-х годов российский рынок облигаций практически не испытывал дефолтов. В период с 2004 по 2007 год дефолты допускались в среднем двумя эмитентами в год, а размеры неисполненных обязательств были незначительно малы. Первым по-настоящему «дефолтным» годом стал 2008 год, когда дефолт в том или ином виде допустили 50 эмитентов, в 2009 году их количество составило 111, в 2010-м – 70 (рис. 2):



Источник: Cbonds; расчеты автора

Рисунок 2. Объемы допущенных дефолтов по российским корпоративным облигациям

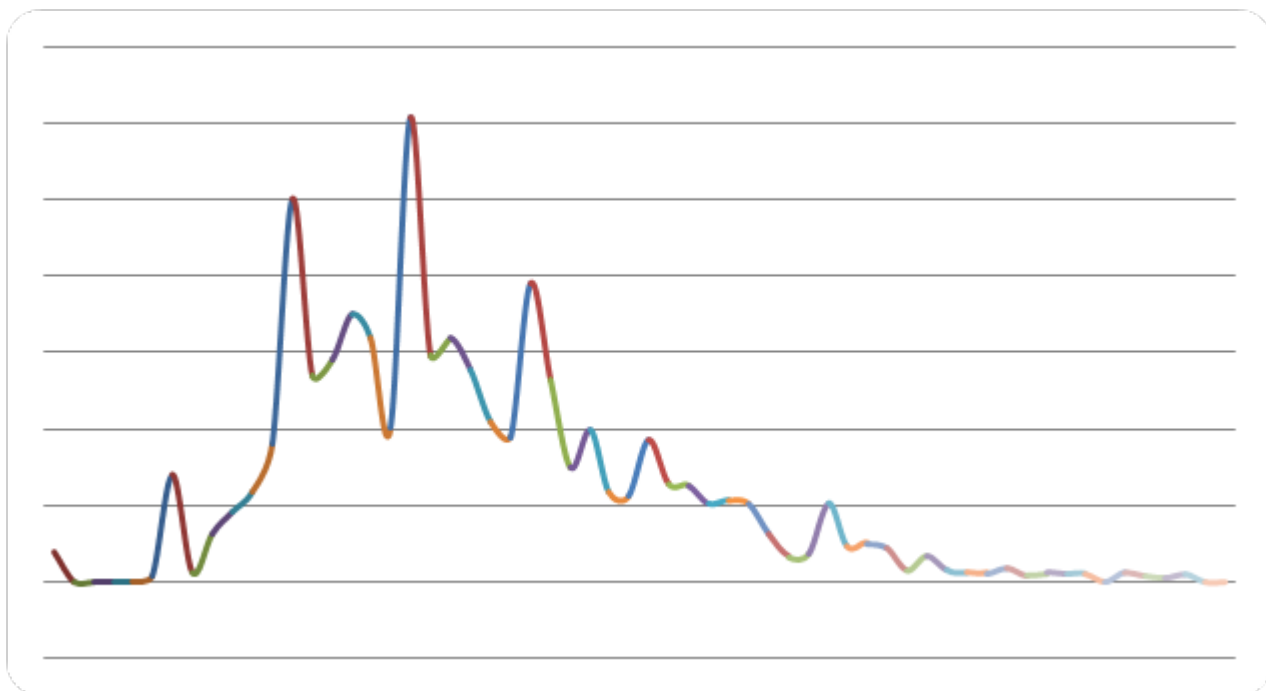
Тем не менее в 2010 году, по мере восстановления экономики и финансового состояния заемщиков, наметилась положительная тенденция: объем неисполненных обязательств в 2010 году составил менее 40% объема неисполненных обязательств в 2009-м. Начиная с 2010 года количество облигаций, по которым был допущен дефолт, значительно сокращалось, и в 2012 году суммарный объем неисполненных обязательств составил 2 млрд руб., что эквивалентно уровню 2007 года.

Для расчета ставки дефолта в данном исследовании была использована статистика дефолтов за месяц, полученная на сайте Информационного агентства Cbonds. Ставка дефолта в опре-

деленном месяце определяется как отношение номинальной стоимости всех облигаций, по которым был объявлен дефолт в течение этого периода, к номинальной стоимости всех выпущенных и находящихся в обращении облигаций в тот же период:

$$MR_t = \frac{D_t}{B_t} \quad (3)$$

Значения данного показателя для каждого месяца на всем периоде, по которому проводится исследование, представлены на рисунке 3. Ставка дефолта была практически равна нулю до весны 2008 года, когда на рынке произошли первые невыплаты. Затем значения показателя резко возрастают, достигая пика в июне 2009 года (рис. 3):



Источник: информационное агентство Cbonds; расчеты автора

Рисунок 3. Ставки дефолта на рынке корпоративных облигаций

В исследовании проверяется следующая гипотеза: чем выше ставка дефолта в месяце, предшествующем размещению выпуска облигаций, тем выше спред доходности этих облигаций.

Темп роста ВВП. В нескольких предшествующих исследованиях в качестве переменной выступает темп роста ВВП страны, к которой относится эмитент облигации. Дубовый полагает, что темп роста ВВП отражает экономический климат в целом, и делает предположение о более низких спредах доходности в период экономического подъема и более высоких – в период рецессии. Впоследствии эта гипотеза принимается (Dubovy, 1998).

Кавалло и Валенсуэла включают в свою модель два показателя, служащих для определения экономической конъюнктуры: прирост ВВП за год в процентах и ВВП на душу населения в тысячах долларов США (в модель включается натуральный логарифм этой величины). Тестирование гипотезы об обратной зависимости спреда доходности от данных показателей доказывает, что прирост ВВП действительно объясняет изменения спредов доходности (Cavallo, Valenzuela, 2007).

В настоящем исследовании сделано предположение о том, что, когда экономика находится на подъеме (т.е. темпы роста высоки), у инвесторов меньше сомнений в том, что компания будет функционировать успешно, и они соглашаются на покупку облигации при более низкой купонной ставке. Поэтому выдвигается гипотеза об обратной зависимости между темпом роста ВВП и доходностью.

Для расчетов в модели используется прирост ВВП в процентах в квартале, предшествующем размещению. Данные получены на сайте Федеральной службы государственной статистики.

2. Детерминанты, специфические для российского рынка корпоративных облигаций

В предыдущем разделе были перечислены основные факторы, использовавшиеся в более ранних исследованиях, целью которых было построение модели зависимости спредов доходности корпоративных облигаций от различных детерминант. Относительно каждого фактора было представлено экономическое обоснование его использования, сформулирована гипотеза, проверяемая в рамках данного исследования, либо приведено объяснение неприменимости фактора для российского рынка.

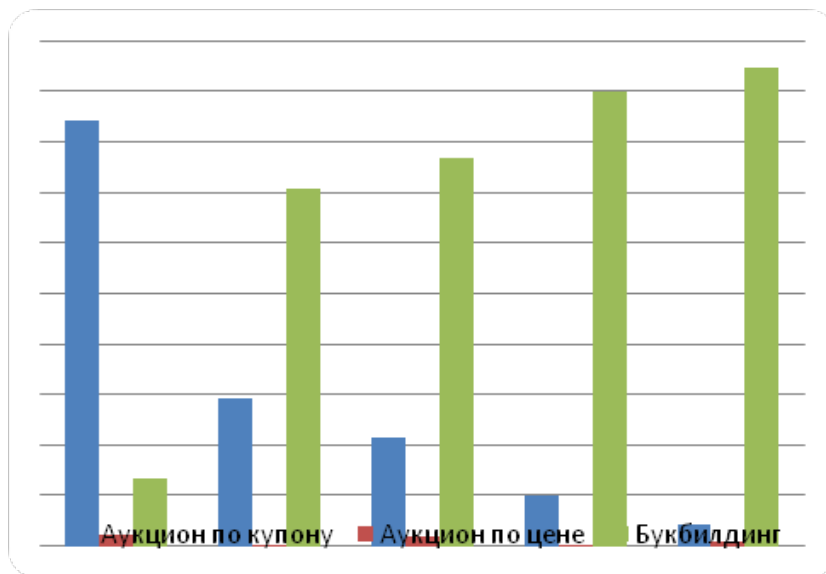
В этом разделе будут рассмотрены детерминанты, которые также могут оказывать влияние на спреды доходности облигаций и которые не были использованы в более ранних исследованиях ввиду того, что являются специфическими для российского рынка.

2.1. Характеристики облигационного выпуска

Формат размещения. По формату размещения российские корпоративные облигации можно разделить на облигации, размещаемые путем голландского аукциона по купону, голландского аукциона по цене и букбилдинга. До 2009 года практически единственным методом размещения корпоративных облигаций был такой способ, как голландский аукцион по купону.

Проведение размещения корпоративных облигаций по методу голландского аукциона по купону предполагает, что заявки, подаваемые инвесторами на приобретение облигаций, удовлетворяются «вслепую»: ни андеррайтер, ни эмитент не могут каким-либо образом повлиять на аллокацию облигаций.

В феврале 2008 года произошло первое размещение (ТГК-10, 5 млрд руб., 9,75%) корпоративных облигаций путем букбилдинга. Уже в 2008 году доля облигаций, размещенных путем букбилдинга, составила 13%, а в 2012 году эта доля выросла до 95%, маркировав переход рынка корпоративных облигаций на новый формат размещений (рис. 4).



Источник: Cbonds; расчеты автора

Рисунок 4. Доли размещенных корпоративных облигаций по формату размещения выпуска

При проведении размещения путем букбилдинга эмитент самостоятельно и произвольно устанавливает объемы покупки облигаций инвесторами, подавшими заявки. Появляется возможность повлиять на аллокацию бумаг (например, с целью повышения ликвидности вторичного рынка). Это происходит в ущерб низкой стоимости займа, так как заявки с более высокой ставкой купона могут быть удовлетворены «в обход» заявок с более низкой ставкой купона. Соответственно стоимость облигационного выпуска, размещенного путем букбилдинга, оказывается выше, чем в случае размещения путем голландского аукциона. Поэтому делается предположение о более высоком спреде доходности для облигаций,

размещенных путем букбилдинга. Для проверки этой гипотезы в модель включена дамми-переменная, принимающая значение 1 для облигаций, размещенных путем букбилдинга, и 0 – для облигаций, размещенных в результате проведения аукциона.

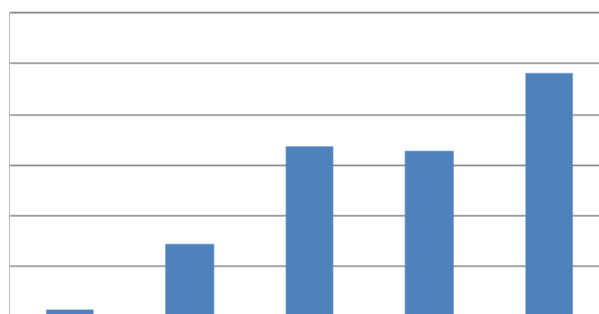
Вид облигации (классическая или биржевая). 2008 год стал «инновационным» для российского рынка корпоративных облигаций не только вследствие начала размещения облигаций путем букбилдинга, но и в связи с началом выпуска биржевых облигаций: в марте 2008 года были размещены первые биржевые облигации.

Биржевая облигация – это «эмиссионная ценная бумага, позволяющая привлекать дополнительные финансовые ресурсы на любой срок по упрощенной процедуре эмиссии, предназначенная для широкого круга инвесторов» (сайт Московской биржи). Среди преимуществ выпуска биржевых облигаций для эмитентов можно отметить удобство и возможность использования этого инструмента для управления ликвидностью, более короткие по сравнению с обычными корпоративными облигациями сроки, необходимые для проведения размещения биржевых облигаций, отсутствие требования государственной регистрации выпуска и отчета об итогах выпуска, а также более либеральные стандарты проспекта биржевых облигаций (ФЗ «О рынке ценных бумаг», ст. 27.5-2).

Одно из основных ограничений использования такого инструмента заключается в том, что биржевые облигации могут выпускать только компании, бумаги которых уже котируются на бирже. Законодательно это требование существовало только до конца 2012 г., в последней редакции ФЗ «О рынке ценных бумаг» от 29 декабря 2012 года такое ограничение отсутствует. Однако это требование по-прежнему сохраняется для биржевых облигаций, допускаемых к торгам на Московской Бирже (сайт Московской биржи). С учетом того, что все российские биржевые облигации размещаются на Московской Бирже (ранее – на ММВБ), можно считать, что все биржевые облигации размещены эмитентами, чьи акции и/или облигации включены в котировальный список бумаг, допущенных к торгам на Московской Бирже.

Этот тип облигаций завоевывает все больше популярности среди эмитентов: если за 2008 год выпуски биржевых облигаций осуществили три эмитента, то в 2010 году к такому инструменту заимствования прибегли уже более 50 эмитентов, а доля биржевых облигаций среди всех выпущенных корпоративных облигаций поднялась с 3 до 40% соответственно (рис. 5). Глядя на сложившуюся тенденцию, есть основания полагать, что биржевые облигации будут сохранять за собой существенную долю всех корпоративных выпусков.

млрд. руб.



■ Объем выпусков биржевых облигаций

Источник: Cbonds; расчеты автора

Рисунок 5. Объемы и доли выпусков биржевых облигаций

Поскольку все биржевые облигации выпускаются компаниями, бумаги которых уже котируются на бирже (а следовательно, такие компании предоставляют больше информации о своей деятельности, чем остальные эмитенты), то выдвигается гипотеза о более низких доходностях биржевых облигаций по сравнению с классическими. Для проверки гипотезы в

модель включена дамми-переменная, принимающая значение единицы для бумаг, являющихся биржевыми облигациями, и нуля – для всех остальных выпусков.

Тип организатора. Организаторами корпоративных облигационных займов в РФ выступают банки и инвестиционные компании. Западные исследователи разделяли их по принципу «коммерческие банки – инвестиционные банки». Сейчас такое разделение неактуально. Кроме того, в России некоторые универсальные банки размещают более крупные объемы облигационных займов, чем инвестиционные компании и банки. Тем не менее условно всех организаторов можно разделить на «организаторов первого эшелона», размещающих самые крупные выпуски и проводящих размещения более часто, и «организаторов второго эшелона». От типа организатора зависит спред доходности по двум причинам. Во-первых, «организаторы первого эшелона» обладают большим опытом организации размещений, поэтому они способны хорошо подготовить размещение облигаций, что приводит к меньшему спреду. Во-вторых, тип организатора – это определенный сигнал о качестве компании-эмитента, потому что «организаторы первого эшелона» берутся сопровождать размещение займов только крупных, финансово устойчивых и надежных компаний. Поэтому гипотеза, выдвигаемая в рамках данного исследования, такова: если выпуск организован «организатором первого эшелона», то спред доходности будет ниже.

Чтобы выделить «организаторов первого эшелона», были составлены рейтинги по объемам размещенных ими выпусков корпоративных облигаций в 2008–2012 годах. Первые десять организаторов для каждого года определяются как «организаторы первого эшелона» (таблица 2):

Таблица 2

Рейтинги организаторов выпусков корпоративных облигаций по объему размещенных выпусков в 2008–2012 годах

2008	2009	2010	2011	2012
ВТБ Капитал	ВТБ Капитал	ВТБ Капитал	ВТБ Капитал	ВТБ Капитал
Газпромбанк	Газпромбанк	ИК Тройка Диалог	ИК Тройка Диалог	Sberbank CIB
Райффайзенбанк	Сбербанк	Газпромбанк	Газпромбанк	Газпромбанк
ИК Тройка Диалог	ИК Тройка Диалог	Райффайзенбанк	Райффайзенбанк	Райффайзенбанк
Банк Москвы	Внешэкономбанк	ТрансКредитБанк	Связь-Банк	Алор Инвест
ТрансКредитБанк	ТрансКредитБанк	Ренессанс Капитал	Ситибанк	ВЭБ Капитал
Сбербанк	Райффайзенбанк	Сбербанк	Ренессанс Капитал	ФК Уралсиб
Ренессанс Капитал	Ронин	ФК Уралсиб	ВЭБ Капитал	Открытие
Номос-Банк	Ренессанс Капитал	Ситибанк	ФК Уралсиб	Промсвязьбанк
ФК Уралсиб	Ситибанк	Банк Зенит	Росбанк	Альфа-Банк

Источник: Cbonds; расчеты автора

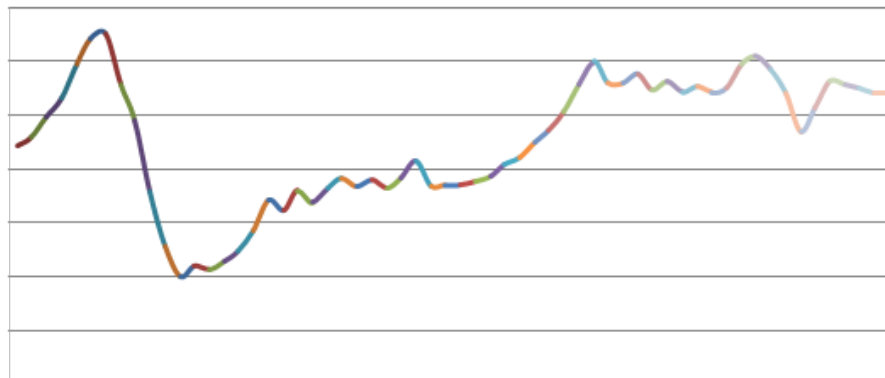
В модель включена дамми-переменная, принимающая значение 1 для облигаций, размещенных «организатором первого эшелона» и 0 – для остальных облигаций.

2.2. Агрегированные показатели

Цена нефти Urals. Поскольку российская экономика является сырьевой и зависит от конъюнктуры нефтяного рынка, изменения нефтяных цен влияют на рост или падение экономики в целом. Так как в российской экономике существенную долю занимает топливно-энергетический сектор (добыча сырой нефти и природного газа по данным Федеральной службы государственной статистики составила 7,5% ВВП России в 2012 году, и 46,5% объема экспорта товаров в том же 2012 году представлены нефтью и природным газом), то рост нефтяных цен, улучшая показатели деятельности компаний топливно-энергетического сектора, приводит к улучшению показателей функционирования российской экономики в целом.

Оценивается следующая гипотеза: с ростом цены на нефть снижаются доходности облигаций. В модель в качестве одной из объясняющих переменных включается изменение среднемесячной цены нефти Urals в месяц, в котором произошло размещение облигации, по отношению к предшествующему месяцу. Динамика среднемесячной цены на нефть сорта Urals представлена на рисунке 6:

\$/баррель



Источник: Bloomberg; расчеты автора

Рисунок 6. Среднемесячные цены нефти Urals на Нью-Йоркской товарной бирже

Для расчетов среднемесячной цены использовались цены закрытия нефти Urals на Нью-Йоркской товарной бирже по дням (по данным агентства Bloomberg).

Курс доллара США к рублю. Валютный курс также является одним из индикаторов состояния российской экономики. В модель включен курс доллара США к рублю на дату размещения выпуска корпоративных облигаций. Так как рост валютного курса приводит к удешевлению рубля и к снижению относительной доходности рублевых инструментов, предположение заключается в том, что чем выше валютный курс, тем выше должны быть спреды доходности облигаций.

Значения курса доллара США к рублю получены на сайте Банка России.

В таблице 3 приведено краткое описание зависимых переменных и гипотез, выдвигаемых в связи с каждой из них.

Таблица 3

Краткое описание зависимых переменных эконометрической регрессионной модели

Показатель	Описание	Источник	Ожидаемый знак коэффициента при показателе
Характеристики займа			
Срок до погашения/оферты	В годах	Cbonds	отрицательный
Объем выпуска	Натуральный логарифм от объема выпуска в млн руб.	Cbonds	отрицательный
Первый выпуск эмитента	Dummy-переменная: 0 = не первый выпуск, 1 = первый выпуск	Cbonds	положительный
Тип организатора	Dummy-переменная: 0 = «организатор второго эшелона», 1 = «организатор первого эшелона»	Cbonds	отрицательный
Формат размещения	Dummy-переменная: 0 = голландский аукцион, 1 = букбилдинг	Cbonds	положительный

Вид облигации (биржевые/ классические)	Dummy-переменная: 0 = обычная облигация, 1 = бир- жевая облигация	Cbonds	отрицательный
Кредитное качество фирмы			
Рейтинг	Значения от -12 до 0 с понижением рейтинга	Cbonds	положительный
Макроэкономические показатели			
Прирост ВВП	В процентах за квартал, предшествующий размещению	Сайт ФСГС	отрицательный
Доходность ОФЗ	В процентах на дату размещения с тем же сроком погашения, что и корпоративная облигация	Сайт Московской Биржи	отрицательный
Ставка дефолта	В процентах за месяц, в котором состоялось размещение	Cbonds	положительный
Изменение цены на нефть	В процентах за месяц, в котором состоялось размещение	Bloomberg	отрицательный
Валютный курс	В руб. за доллар США в день размещения	Сайт Банка России	положительный
Отраслевые dummy-переменные			
Энергетика	Dummy-переменная: 1 для отрасли	Cbonds	
Машиностроение	Dummy-переменная: 1 для отрасли	Cbonds	
Торговля	Dummy-переменная: 1 для отрасли	Cbonds	
Нефтегазовый сектор	Dummy-переменная: 1 для отрасли	Cbonds	
Связь и телекоммуникации	Dummy-переменная: 1 для отрасли	Cbonds	
Черная металлургия	Dummy-переменная: 1 для отрасли	Cbonds	
Пищевая промышленность	Dummy-переменная: 1 для отрасли	Cbonds	
Цветная металлургия	Dummy-переменная: 1 для отрасли	Cbonds	
Сельское хозяйство	Dummy-переменная: 1 для отрасли	Cbonds	
Химическая промышленность	Dummy-переменная: 1 для отрасли	Cbonds	
Транспорт	Dummy-переменная: 1 для отрасли	Cbonds	
Строительство и девелопмент	Dummy-переменная: 1 для отрасли	Cbonds	
Производство строительных материалов	Dummy-переменная: 1 для отрасли	Cbonds	
Горнодобывающая отрасль	Dummy-переменная: 1 для отрасли	Cbonds	
Другие отрасли	Dummy-переменная: 1 для отрасли	Cbonds	

При этом необходимо заметить, что к специфическим факторам относятся формат размещения, вид облигации, тип организатора, изменение цены на нефть и валютный курс.

3. Эмпирический анализ

3.1. Статистическая выборка исследования

Согласно данным Информационного агентства Cbonds в период с 1 мая 2008 по 31 декабря 2012 года на российском рынке произошли размещения 1027 выпусков корпоративных облигаций совокупным объемом 4373 млрд руб. Из них 486 облигационных выпусков (1952 млрд руб.) были размещены банками и финансовыми институтами, а 541 выпуск (2421 млрд руб.) – предприятиями реального сектора экономики. Так как для анализа компаний финансового и нефинансового сектора применяются различные показатели деятельности, выборка для данного исследования ограничивается облигационными выпусками предприятий реального сектора экономики.

Также из выборки были исключены:

1. облигационные выпуски, исполнение обязательств по которым обеспечивается государственными гарантиями РФ, так как такие облигации правильнее рассматривать уже не как корпоративные, а как квази-государственные;
2. облигационные выпуски, размещенные в целях реализации концессионных соглашений;
3. облигационные выпуски с плавающей купонной ставкой, привязанной к индексу потребительских цен, курсу доллара США, ставке рефинансирования, устанавливаемой Банком России и т.д.;
4. облигационные выпуски, размещенные предприятиями, финансовую отчетность которых нельзя найти в открытых источниках.

Итоговая статистическая выборка включает в себя 354 выпуска корпоративных облигаций, размещенных компаниями нефинансового сектора экономики в период с 1 мая 2008 по 31 декабря 2012 года включительно. Суммарный объем выпусков, попавших в выборку, составляет 2141 млрд руб. Таким образом, выборка охватывает 65,4% всех выпусков, размещенных в этот период компаниями реального сектора экономики, по количеству эмиссий и 88,4% – по объему выпусков.

3.2. Зависимая переменная

В качестве зависимой переменной в данном исследовании выступает спред доходности облигационного выпуска в день его размещения. Причина такого выбора заключается в том, что российский рынок корпоративных облигаций недостаточно ликвиден, чтобы по всем выпускам можно было найти цену сделки в каждый период. В таком случае приходится использовать индикативные котировки участников рынка. Однако это не цены сделок, поэтому они могут несправедливо отражать стоимость ценной бумаги. Если же использовать доходность облигаций в день размещения, то получится оценка, адекватно отражающая соотношение спроса и предложения на рынке.

Доходность корпоративных облигаций складывается из безрисковой доходности, т.е. доходности государственных облигаций, и премии за риск. Так как для построения модели, определяющей доходность корпоративных облигаций, необходимо оценивать только премию за риск, необходимо избавиться от другой составляющей доходности корпоративных облигаций путем вычитания доходности государственных бумаг из доходности корпоративных облигаций (т.е. анализировать спред доходности).

С учетом всех сделанных уточнений в качестве зависимой переменной выбран спред номинальной доходности корпоративной облигации в день выпуска к номинальной доходности государственной облигации с таким же сроком до погашения в день выпуска корпоративной облигации.

Информацию по номинальной доходности корпоративных облигаций в день размещения была получена на сайте информационного агентства Cbonds, а по номинальной доходности государственных облигаций с аналогичным сроком погашения в день размещения корпоративной облигации – на сайте Московской Биржи (кривая бескупонной доходности по государственным бумагам).

Среднее значение спреда доходности корпоративных облигаций по 354 выпускам составило 3,24% при стандартном отклонении 2,32%. Максимальное значение – 10,56%, минимальное значение – -0,72%.

3.3. Построение модели

Для построения модели, отражающей зависимость спреда доходности корпоративных облигаций при их размещении от различных детерминант был выбран регрессионный анализ. На полученной статистической выборке была построена мультифакторная регрессионная модель по методу наименьших квадратов при помощи приложения EViews7. Основным критерием при построении модели являлась максимизация скорректированного коэффициента детерминации при уровне значимости объясняющих переменных не больше 5%. В таблице 4 представлен результат построения регрессионной модели, очищенной от незначимых факторов.

Таблица 4

Результаты построения регрессионной модели

	Значение	Станд. ошибка	Уровень значимости, %
Константа	14,90	1,60	1
Условия займа			
Вид облигации (биржевые/классические)	-1,29	0,19	1
Объем выпуска (ln)	-0,41	0,14	1
Тип организатора	-0,74	0,24	1
Срок до погашения/оферты	-0,42	0,06	1
Кредитное качество фирмы			
Рейтинг	0,08	0,02	1
Макроэкономические показатели			
Ставка дефолта	66,54	16,91	1
Прирост ВВП	-18,34	8,02	1
Изменение цены на нефть	-1,96	1,02	5
Обменный курс	-0,12	0,04	1
Доходность ОФЗ	-15,87	8,39	5
Отраслевые dummy-переменные			
Энергетика	-1,83	0,32	1
Машиностроение	-1,48	0,38	1
Нефтегазовый сектор	-0,95	0,34	1
Связь и телекоммуникации	-1,76	0,35	1
Черная металлургия	-0,81	0,31	1
Пищевая промышленность	-1,44	0,46	1
Цветная металлургия	-2,04	0,65	1
Химическая промышленность	-1,28	0,49	1
Транспорт	-0,72	0,33	5
Горнодобывающая отрасль	-0,91	0,45	5

Количество наблюдений	354
R-квадрат	61,57%
Скорректированный R-квадрат	59,26%
F-статистика	26,68

Модель была проверена на наличие мультиколлинеарности, гетероскедастичности автокорреляции остатков. В результате проведенных тестов можно утверждать, что оценки коэффициентов полученной «предкризисной» модели являются линейными, несмещенными и эффективными в классе линейных несмещенных оценок.

Полученная модель доказывает, что и характеристики облигационного займа, и кредитное качество компании-эмитента, и агрегированные показатели, и принадлежность к определенной отрасли оказывают влияние на спреды доходности корпоративных облигаций.

Относительно условий займа выполняются гипотезы об отрицательной зависимости спредов доходности от объема и срока облигационного выпуска. Также подтвердились гипотезы о значимости некоторых специфических факторов: спреды доходности биржевых облигаций при прочих равных на 1,29% ниже, чем классических, а спреды доходности облигаций, размещенных «организаторами первого эшелона», при прочих равных на 0,74% ниже, чем спреды доходности остальных облигаций. При этом предположение о том, что облигации, размещенные путем букбилдинга, будут иметь более высокие спреды доходности, не было доказано.

Среди характеристик компании эмитента значимыми оказались кредитный рейтинг эмитента и принадлежность эмитента к определенной отрасли. При этом выяснилось, что самыми низкими спредами доходности обладают компании цветной металлургии, энергетики, связи и телекоммуникации, машиностроительные и пищевые предприятия. Спреды доходности облигаций, размещенных компаниями торговли, сельского хозяйства, строительства и производства строительных материалов, будут самыми высокими при прочих равных.

Относительно агрегированных показателей подтвердились предположения об отрицательной зависимости спредов доходности от прироста ВВП и доходности ОФЗ и о положительной зависимости спредов доходности облигаций от ставки дефолта. Среди специфических факторов значимыми оказались и изменение цены на нефть, и валютный курс. Однако влияние второго фактора оказалось противоположным сделанному предположению: с ростом курса доллара США к рублю спреды доходности снижаются.

3.4. Оценка вклада специфических факторов в объяснение изменений спредов доходности облигаций

Для того чтобы оценить, в какой степени специфические факторы объясняют изменения спредов доходности облигаций, был проведен декомпозиционный анализ вариации построенной модели. Для этого были рассчитаны ковариации спреда доходности с суммой показателей, относящихся к определенной группе и взвешенных с учетом полученных коэффициентов регрессии (таблица 5). Отношения полученных ковариаций к вариации спреда доходности показывают, насколько определенная группа детерминант объясняет изменения спредов в итоговой модели.

Таблица 5

Декомпозиционный анализ вариации

Группа показателей	Ковариация	Ковариация / Вариация спредов доходности, %
Специфические для российского рынка факторы	0,000067	12,4
Остальные факторы	0,000263	48,7
Итого		61,2

В результате проведенных расчетов можно утверждать, что специфические для российского рынка факторы «несут ответственность» за 20% объясняемой вариации, остальные 80% объясняются универсальными факторами, широко используемыми при построении подобных моделей на различных рынках. Таким образом, проведенный анализ показал, что добавление специфических факторов существенно повышает качество модели зависимости спредов доходности облигаций от различных детерминант и делает ее более эффективной.

Список литературы

1. Джабаров Э. Пора переходить от андеррайтинга к синдикации // Cbonds Review. 2008. № 1.
2. Зенкина О.И. Облигационный рынок России: макроэкономические ожидания и современные реалии // Корпоративные финансы. 2012. № 3(23).
3. Пашкова Н.А., Родионов И.И. Привлечение долгового финансирования для средних российских компаний: возможности рынка облигаций // Корпоративные финансы. 2007. № 2.
4. Туктаров Ю., Толстухин М. Эмитенты учатся самоограничению // Cbonds Review. 2007. № 7.
5. Федеральный Закон «О рынке ценных бумаг» от 22 апреля 1996 г. N 39-ФЗ// СПС «Консультант Плюс». URL: <http://consultant.ru>.
6. Фабоцци Ф. Управление инвестициями: пер. с англ. М.: Инфра-М, 2000.
7. Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции: пер. с англ. М.: Инфра-М, 2001.
8. Campbell, J., Taksler, G. (2003), Equity Volatility and Corporate Bond Yields, The Journal of Finance, 58(6) (2003) 2321–2350.
9. Cavallo, E., Valenzuela, P. (2007), The Determinants of Corporate Risk in Emerging Markets: An Option-Adjusted Spread Analysis, IMF Working Paper.
10. Collin-Dufresne, P., Goldstein, R., Martin, S. (2001), The Determinants of Credit Spread Changes, Journal of Finance, 56 (6) (2001) 2177–2207.
11. Dubovy, E. (1998), The Determinants of Interest Rates on High-Yield Bonds. F Dissertation, The City University of New York.
12. Fisher, L. (1959), Determinants of Risk Premiums on Corporate Bonds, Journal of Political Economy, 67(3) (1959) 217–237.
13. Fridson, M., Garman, C. (1998), Determinants of Spreads on New High-Yield Bonds, Financial Analysts Journal, 54(2) (1998) 28–39.
14. Gabbi, G., Sironi, A. (2005), Which Factors Affect Corporate Bonds Pricing? Empirical Evidence from Eurobonds Primary Market Spreads, The European Journal of Finance, 11(1) (2005) 59–74.
15. Guntay, L., Hackbarth, D. (2010), Corporate Cond Credit Spreads and Forecast Dispersion, Journal of Banking and Finance, 34 (2010) 2328–2345.
16. Huang, J., Kong, W. (2003), Explaining Credit Spread Changes: New Evidence from Option-Adjusted Bond Indexes, The Journal of Derivatives, 11(1) (2003) 30–44.
17. Landschoot, A. (2008), Determinants of Yield Spread Dynamics: Euro versus US dollar corporate bonds. Journal of Banking and Finance, 32 (2008) 2597–2605.
18. Loncarski, I., Szilagyi, P. (2012), Empirical Analysis of Credit Spread Changes of US Corporate Bonds, International Review of Financial Analysis, 24(C) (2012) 12–19.
19. Lu, C.-W., Chen, T.-K., Liao, H.-H. (2010), Information Uncertainty, Information Assymetry and Corporate Bond Yield Spreads, Journal of Banking and Finance, 34 (2010) 2265–2279.

20. Nakashima, K., Saito, M. (2009), Credit Spreads on Corporate Bonds and The Macroeconomy in Japan. *Journal of the Japanese and International Economies*, 23 (2009) 309–331.
21. Paiva, E., Savoia, J. (2009), Pricing Corporate Bonds in Brazil: 2000 to 2004, *Journal of Business Research*, 62 (2009) 916–919.
22. Wolfe, D. (2006), An Empirical Investigation into the Performance of High-Yield Bond Issuers. Dissertation, University of New Orleans.
23. Сайт Информационного агентства Cbonds: <http://cbonds.ru..>
24. Сайт Банка России: <http://cbr.ru..>
25. Сайт Федеральной службы государственной статистики: <http://gks.ru..>
26. Сайт Московской Биржи: <http://rts.micex.ru..>
27. Информационное агентство Bloomberg.

THE IMPACT OF SPECIFIC DETERMINANTS ON CORPORATE BOND YIELD SPREADS

Militskova Tatiana,

Postgraduate student, specialisation 08.00.10, NRU-HSE

Abstract

Most of Russian corporate bonds are issued at the face value, and the coupon rate is determined as a result of a Dutch auction or in the process of book building. As the Russian debt market is developing, the question concerning determinants of newly issued bond yields becomes more and more relevant. The analysis of the factors which influence the corporate bond yields and the development of the model determining the coupon rates of bond issues will enable the market participants to make more efficient investment decisions and minimize risks.

The present research is devoted to the analysis of the determinants which affect the newly issued corporate bond yields. This question has been quite thoroughly scrutinized by various researchers. In this paper the emphasis is placed on the determinants specific for the Russian corporate bond market such as issuance method, type of bond, type of organizer, exchange rate and Urals oil prices.

The author examines Russian corporate bonds issued over the period from May 2008 to December 2012 except for the bonds issued by banks, assurance companies and other financial institutions. On the basis of these observations the author develops an econometric model which demonstrates how corporate bond yield spreads depend on issuer's creditworthiness, issuer's industry, bond issue parameters and aggregated indicators.

The main finding of the paper is that the changes of corporate bond yield spreads are influenced by all groups of indicators: issue-level determinants, firm-level determinants and macro-level determinants. It is also taken into account that factors specific for the Russian corporate bond market are responsible for one fifth of the explained variance of yield spreads.

JEL: G12

Key words: econometric model, bond market, bonds, yield, bond issue, coupon rate, specific factors.

References

1. Campbell J., Taksler G. Equity volatility and corporate bond yields. *The Journal of Finance*, 2003, 58(6), pp. 2321–2350.
2. Cavallo E., Valenzuela P. The determinants of corporate risk in emerging markets: An option-adjusted spread analysis. *IMF Working Paper*, 2007.
3. Collin-Dufresne P., Goldstein R., Martin S. The determinants of credit spread changes. *Journal of Finance*, 2001, 56 (6), pp. 2177–2207.
4. Dubovy E. The Determinants of Interest Rates on High-Yield Bonds. F Dissertation, The City University of New York, 1998.
5. Dzhabarov E. Pora perekhodit' ot anderraitinga k sindikatsii [It's time to move from underwriting to syndication]. *Cbonds Review*, 2008, № 1.
6. Fabotstsi F. Upravlenie investitsiyami [Investment management]. Translation from English. Moscow, Infra-M, 2000.
7. Federal'nyi Zakon «O rynke tsennykh bumag» ot 22 aprelya 1996 g. N 39-FZ [Federal law "About the securities market" as of April 22, 1996. #39-FZ]. SPS «Konsul'tant Plus». Available at: <http://consultant.ru>.
8. Fisher, L. Determinants of Risk Premiums on Corporate Bonds. *Journal of Political Economy*, 67(3) (1959) 217–237.

9. Fridson M., Garman C. Determinants of spreads on new high-yield bonds. *Financial Analysts Journal*, 1998, 54(2), pp. 28–39.
10. Gabbi G., Sironi A. Which factors affect corporate bonds pricing? Empirical evidence from eurobonds primary market spreads. *The European Journal of Finance*, 2005, 11(1), pp. 59–74.
11. Guntay L., Hackbarth D. Corporate bond credit spreads and forecast dispersion. *Journal of Banking and Finance*, 2010, 34, pp. 2328–2345.
12. Huang J., Kong W. Explaining credit spread changes: New evidence from option-adjusted bond indexes. *The Journal of Derivatives*, 2003, 11(1), pp. 30–44.
13. Informationsnoe agentstvo Bloomberg [Information agency Bloomberg].
14. Landschoot A. Determinants of yield spread dynamics: Euro versus US dollar corporate bonds. *Journal of Banking and Finance*, 2008, 32, pp. 2597–2605.
15. Loncarski I., Szilagyi P. Empirical analysis of credit spread changes of US corporate bonds. *International Review of Financial Analysis*, 2012, 24(C), pp. 12–19.
16. Lu C.-W., Chen T.-K., Liao H.-H. Information uncertainty, information asymmetry and corporate bond yield spreads. *Journal of Banking and Finance*, 2010, 34, pp. 2265–2279.
17. Nakashima K., Saito M. Credit spreads on corporate bonds and the macroeconomy in Japan. *Journal of the Japanese and International Economies*, 2009, 23, pp. 309–331.
18. Paiva E., Savoia J. Pricing corporate bonds in Brazil: 2000 to 2004. *Journal of Business Research*, 2009, 62, pp. 916–919.
19. Pashkova N.A., Rodionov I.I. Privlechenie dolgovogo finansirovaniia dlia srednikh rossiiskikh kompanii: vozmozhnosti rynka obligatsii [Raising debt financing for medium-sized Russian companies: opportunities of bond market]. *Korporativnye finansy [Corporate finance]*, 2007, № 2.
20. Sait Banka Rossii [Web-site of the Bank of Russia]. Available at: <http://cbr.ru>.
21. Sait Federal'noi sluzhby gosudarstvennoi statistiki [Web-site of the Federal service of state statistics]. Available at: <http://gks.ru>.
22. Sait Informationsnogo agentstva Cbonds [Web-site of the information agency Cbonds]. Available at: <http://cbonds.ru>.
23. Sait Moskovskoi Birzhi [Web-site of the Moscow exchange]. Available at: <http://rts.micex.ru>.
24. Sharp U., Aleksander G., Beili Dzh. Investitsii [Investments]. Translation from English. Moscow, Infra-M, 2001.
25. Tuktarov Iu., Tolstukhin M. Emitenty uchatsia samoogranicheniiu [Emitents learn to be self-restraint]. *Cbonds Review*, 2007, № 7.
26. Wolfe D. An empirical investigation into the performance of high-yield bond issuers. Dissertation, University of New Orleans, 2006.
27. Zenkina O.I. Obligatsionnyi ryok Rossii: makroekonomicheskie ozhidaniia i sovremennye realii [Russian bond market: macroeconomic expectations and contemporary environment]. *Korporativnye finansy [Corporate finance]*, 2012, № 3(23).

Обозначения объясняющих переменных и способ их расчета в модели исследования детерминант метода платежа в странах БРИКС

Переменная	Описание переменной
RelSize	Относительный размер сделки. Отношение объема сделки M&A в долларах США к рыночной капитализации компании-покупателя, среднее значение за 30 дней предшествующих официальному объявлению о сделке
PB	Отношение рыночной капитализации компании-покупателя к балансовой стоимости собственного капитала компании-покупателя. Среднее значение за 30 дней, предшествующих дате официального объявления о сделке
PBchange	Изменение отношения рыночной капитализации компании-покупателя к балансовой стоимости собственного капитала. Процентное изменение среднего показателя отношения рыночной стоимости компании-покупателя к балансовой стоимости компании-покупателя за 30 дней, предшествующих официальному объявлению о предстоящей сделке, к среднему значению показателя за аналогичный период предшествующего года
AcqShare	Приобретаемая доля (в процентах), в результате сделки слияния и поглощения
OwnShare	Изначальная доля владения (в процентах). Доля компании-покупателя, которой она владела на момент совершения сделки
InstOwn	Доля компании-покупателя, которой владеют институциональные акционеры. По состоянию на дату объявления о сделке
CashToAssets	Отношение денежных средств и высоколиквидных финансовых активов к балансовой стоимости активов компании. Отношение величины денежных средств и их эквивалентов к балансовой стоимости активов компании в среднем за год, предшествующий официальному объявлению о сделке
FcfToAssets	Отношение свободного денежного потока к балансовой стоимости активов компании. Отношение свободного денежного потока за год, предшествующий официальному объявлению о предстоящей сделке, к средней балансовой стоимости активов компании
CapexToAssets	Отношение капитальных затрат к стоимости активов. Отношение общего объема капитальных затрат компании за год, следующий за датой завершения сделки, к средней балансовой стоимости активов за аналогичный период
LogSize	Логарифм размера сделки. Данная переменная представляет собой натуральный логарифм от размера сделки в миллионах долларов США
QRatio	Коэффициент быстрой ликвидности = (денежные средства и их эквиваленты + краткосрочные ликвидные ценные бумаги + кредиторская задолженность)/текущие обязательства
CRatio	Коэффициент текущей ликвидности = текущие активы/текущие обязательства

Описательные статистики переменных

Переменная	Среднее	Ст. откл.	Мин.	Макс
RelSize, %	8,1	19,7	0,003	156,2
PB	5,0	19,2	0,01	537,6
PBchange, %	-0,46	6,71	-66	54
AcqShare, %	73,5	29,2	5,97	100
OwnShare, %	6,0	13,2	0	49,5
InstOwn, %	32,7	27,2	0	99,4
CashToAssets, %	12,9	11,9	0,03	97,9
FcfToAssets, %	-0,87	43,4	-64,8	97,7
CapexToAssets, %	1,41	2,4	0,00	24,6
LogSize	2,7	1,65	0,01	9,5
QRatio, %	1,26	1,94	0	31,5
CRatio, %	1,93	2,10	0,13	34,2

Источник: расчеты авторов

Проверка переменных модели (1) на мультиколлинеарность

Variable	VIF	1/VIF
AcqShare	1.64	0.609819
OwnShare	1.61	0.622190
LogSize	1.36	0.735191
RelSize	1.27	0.788152
CashToAssets	1.17	0.852923
currentratio	1.16	0.860133
InstOwn	1.12	0.889093
CapexToAssets	1.07	0.932088
PBchange	1.01	0.988373
Mean VIF	1.27	

Источник: расчеты авторов

Приложение 4

Результаты тестирования логистической модели, выявляющей детерминанты метода платежа на выборке 825 сделок M&A в странах БРИКС, после исключения переменных PB, FcfToAssets и QRatio

					Кол-во набл.	825
					LR chi2(9)	210,71
					Prob > chi2	0.0000
					Pseudo R2	0.3527
Payment	Коэфф.	Ст. откл.	z	P> z	[95%Conf. Interval]	
RelSize***	0,0342	0,0069	4,96	0,000	0,0207	0,0477
PBchange**	0,0410	0,0193	2,12	0,034	0,0030	0,0789
AcqShare***	0,0432	0,0082	5,24	0,000	0,0270	0,0593
OwnShare***	0,0600	0,0143	4,19	0,000	0,0319	0,0881
InstOwn***	-0,0164	0,0057	-2,86	0,004	-0,0276	-0,0052
CashToAssets***	-0,0779	0,0156	-4,99	0,000	-0,1085	-0,0473
CapexToAssets***	-0,2752	0,0890	-3,09	0,002	-0,4496	-0,1009
LogSize***	0,4361	0,0914	4,77	0,000	0,2569	0,6153
CRatio***	-0,2253	0,0775	2,91	0,004	0,0734	0,3771
Константа***	-6,5045	0,8412	-7,73	0,000	-8,1532	-4,8558

Источник: расчеты авторов *** результат значим на 1%-ном уровне; ** результат значим на 5%-ном уровне; * результат значим на 10%-ном уровне.

В процессе формирования инвестиционного портфеля индивидуальный инвестор имеет широкий набор возможностей для вложения собственных средств. В то же время, с точки зрения вложения средств в акционерный капитал компаний для рядового инвестора доступны инвестиции только в акции публичных компаний на рынке. Возможность инвестирования в капитал частных компаний в основном может быть доступна только опосредованно – через приобретение долей в фондах прямых инвестиций.

Инвестиции в акции частных компаний, тем не менее, могут быть более прибыльными, чем инвестиции в акции публичных компаний. Показательным примером в этом смысле является тот факт, что фонды прямых инвестиций, вкладывающие средства в частный сектор, часто рассматривают проекты с внутренней нормой доходности не менее 30% в год. При этом средняя годовая доходность индекса S&P500 составила около 5.8% с 2003 по 2013 гг.

Вложение средств в фонды прямых инвестиций имеет несколько существенных недостатков для рядового инвестора, которые включают в себя наличие минимального порога для таких инвестиций, комиссию за услуги управляющей компании, низкую ликвидность вложений – обычно они осуществляются на период не менее 3-5 лет, сложность расчета доходности вложений.

В данной статье анализируется возможность создания альтернативного инструмента для инвестирования в акции частных компаний, который поможет инвесторам преодолеть трудности, связанные с вложениями в фонды прямых инвестиций. Данным инструментом может выступить вывод на фондовую биржу холдинга, владеющего миноритарными пакетами акций большого количества частных компаний. При формировании холдинга данные пакеты акций будут вноситься акционерами таких компаний в качестве вклада в уставный капитал холдинга, то есть мажоритарные акционеры частных компаний станут миноритарными акционерами холдинга.

Создание такого холдинга можно сравнить с появлением публично торгуемого индекса частных компаний, который возможно позволит инвесторам выйти за пределы существующей линии капитала (capital market line).

JEL: G11, G24, G34

Ключевые слова: инвестиции, частные компании, публичные компании, фонды прямых инвестиций, фондовые индексы, бизнес-модель

Введение

В процессе формирования инвестиционного портфеля индивидуальный инвестор имеет широкий набор возможностей для вложения собственных средств. В то же время, если посмотреть на возможные варианты с точки зрения вложения средств в акционерный капитал компаний, то для рядового инвестора будут доступны инвестиции только в акции публичных компаний на рынке. Возможность инвестирования в капитал частных компаний в основном может быть доступна только опосредованно – через приобретение долей в фондах прямых инвестиций.

Инвестиции в акции частных компаний, тем не менее, могут быть более прибыльными, чем инвестиции в акции публичных компаний. Многие частные компании намного меньше по размеру, чем публичные, и имеют больше возможностей для роста. Тем самым, вкладывая средства в акции частных компаний, инвестор может достичь более высокого показателя внутренней нормы доходности инвестиций. Показательным примером в этом смысле является тот факт, что фонды прямых инвестиций, вкладывающие средства в частный сектор, часто

1. Канд. эконом. наук, преподаватель кафедры экономики и финансов фирмы НИУ ВШЭ, директор в инвестиционной компании NHCcapital.

рассматривают проекты с внутренней нормой доходности не менее 30% в год¹. При этом средняя годовая доходность индекса S&P500 составила около 5,8% за прошедшие 10 лет.²

Вложение средств в фонды прямых инвестиций имеет несколько существенных недостатков для рядового инвестора. Во-первых, минимальный порог для таких инвестиций довольно высок и превышает, как правило, 1 млн долл. США; при этом даже в тех фондах, где порог стал ниже, существует требование к тому, чтобы благосостояние инвестора было не ниже 1 млн долл. США³. Во-вторых, за свои услуги управляющие компании фондов берут комиссию с полученной фондом прибыли, уменьшая тем самым прибыль инвесторов (Toporowski, 2012). В-третьих, вложения в фонды неликвидны – обычно они осуществляются на период около 3–5 лет (Кокорев, 2009), а иногда и более 10 лет (Kaserer, Stucke 2013), при этом в течение этого времени инвестор не имеет возможности продать свою долю в фонде на открытом рынке. В-четвертых, фактическая доходность фондов прямых инвестиций может быть рассчитана только в момент выхода из инвестиции, тогда как в процессе деятельности фонда принцип расчета его доходности сильно зависит от управляющей компании и может приводить как к ее недооценке, так и к переоценке.

В данной статье анализируется возможность создания альтернативного инструмента для инвестирования в акции частного сектора. Таким инструментом может выступить вывод на фондовую биржу холдинговой организации, владеющей миноритарными пакетами акций большого количества частных компаний. При этом данные пакеты акций будут вноситься акционерами таких компаний в качестве вклада в уставный капитал холдинга. Таким образом, акционерами холдинга будут сами акционеры частных компаний. Как показано далее, создание такого холдинга поможет инвесторам преодолеть все указанные выше трудности, связанные с вложениями в фонды прямых инвестиций.

Обзор научной литературы

Насколько известно автору, на публичном рынке не существует холдинговых компаний, созданных по предлагаемому в статье принципу. Поэтому наиболее близкие по тематике научные исследования могут быть связаны либо с фондами прямых инвестиций, либо с инвестициями в акции частных компаний, либо с оценкой стоимости миноритарных пакетов акций. Остановимся вкратце на каждом из данных направлений.

Фонды прямых инвестиций

Что касается фондов прямых инвестиций, то предметом их рассмотрения в научной литературе являются следующие аспекты их деятельности:

1. Оценка риска и доходности вложений в фонды. Данная задача сильно осложняется тем, что в основном фонды прямых инвестиций вкладывают средства в капитал частных компаний, акции которых не имеют рыночных котировок. В результате задача оценки текущей стоимости активов, которыми владеют фонды прямых инвестиций, становится очень затруднительной для инвесторов данных фондов (Lesner, Gompers, 1997; Kaserer, Stucke, 2013).

Частично, доходность фондов можно рассчитать на примерах тех инвестиционных проектов, из которых фонды успешно вышли, продав свою долю. В работе Камминга и Вальца (Cumming, Walz, 2010) делается вывод о том, что фонды в большинстве случаев переоценивают доходность по текущим инвестициям. При этом больший размер переоценки характерен для более молодых фондов, которые рассчитывают таким образом приятно удивить инвесторов и убедить их инвестировать в данный фонд при следующем раунде привлечения финансирования. К схожим выводам о возможном завышении доходности по текущим инвестициям приходят в своей работе и другие исследователи (Пархоменко, 2008; Brown, Gredil, Kaplan, 2013).

1. http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/invfables/privateequity.htm#_ftn1.

2. По данным информационной системы Google Finance по индексу S&P500 с 25.04.2003 по 25.04.2013.

3. <http://online.wsj.com/article/SB10001424127887324096404578356700271878018.html>.

Различные ассоциации, включая British Venture Capital Association (BVCP)¹ и The IPEV Association², делают попытки ввести стандарты оценки частных компаний, принадлежащих фондам прямых инвестиций. Однако вместо четких правил данные стандарты оценки скорее провозглашают принципы оценки, такие как разумность, адекватность, справедливость и т.д. Поэтому, несмотря на то что членами ассоциации BVCP являются более 200 компаний и фондов, субъективность в их оценках собственных активов, тем не менее, остается весомой.

Некоторые исследователи также подвергают сомнению принятые методы оценки доходности фондов. Так, в работе Фалипу (Phalippou, 2008) приводятся доводы против использования показателя внутренней нормы доходности (IRR) и анализируется возможность внедрения показателя модифицированного IRR (MIRR).

2. Поиск индекса, с которым можно было бы сравнить доходность отдельных фондов. Сравнивать доходность фондов напрямую с индексом публичного рынка акций не совсем корректно, так как риск и доходность фондов должны быть выше риска и доходности публичного рынка. Поэтому многие инвесторы вкладывают средства в фонды прямых инвестиций для целей диверсификации риска. Некоторые авторы (Lesner, Gompers, 2001) объясняют данный феномен тем, что многие фонды придерживаются консервативной стратегии и отражают активы на своих балансах по первоначальной стоимости до момента их продажи. В результате доходность фондов действительно перестает коррелировать с доходностью публичного рынка, которая рассчитывается ежедневно. Однако если предположить, что стоимость активов фондов также переоценивалась бы на регулярной основе, то корреляция была бы намного выше.

В научной литературе описано несколько способов создания индексов для оценки доходности, которую приносят активы фондов прямых инвестиций. Так, ряд инвесторов ориентируются на индекс «Venture capital 100», который публикует каждый месяц журнал Venture Capital Journal³. В данный индекс входят акции компаний, принадлежащих фондам прямых инвестиций, которые недавно стали публичными: считается что данные компании являются той выборкой, по которой можно оценить динамику стоимости и частных компаний.

Похожий подход применяла и компания Merrill Lynch, которая составляла свой индекс частных компаний (private equity) на основании цен наименее ликвидных акций публичных компаний с наименьшей капитализацией (Galante, 1993). При этом основным недостатком данных индексов является то, что набор входящих в них компаний может не быть репрезентативным отражением активов фондов прямых инвестиций. Кроме того, акции компаний, входящих в такие индексы, обладают низкой ликвидностью.

Другим подходом пользуется компания Venture Economics, составляющая свой индекс доходности фондов прямых инвестиций на основе информации, которую публикуют сами фонды (Sills, 2002). Следует отметить, однако, что усреднение доходности по всем фондам может вводить в заблуждение. Доходности разных фондов могут быть несравнимы между собой вследствие таких факторов, как период создания фонда (стабильный или кризисный период), текущий цикл инвестирования (начало цикла или конец), субъективность в оценке стоимости активов со стороны управляющей компании фонда.

Информация о доходности фондов прямых инвестиций стала более доступной после принятия в 2003 году в США закона о свободе информации (Freedom on Information Act, FOIA) (Kaserer, Stucke, 2013). Данный закон вводит обязанность для институциональных инвесторов, таких как пенсионные фонды, раскрывать информацию о доходности их вложений в фонды прямых инвестиций. При этом появились информационные базы данных, как, например, базы Preqin⁴ или Pitchbook⁵, которые аккумулируют информацию по данным, раскрываемым в рамках FOIA.

1. <http://www.bvca.co.uk>.

2. <http://www.privateequityvaluation.com/ipev-association/mission/index.html>.

3. <http://privatemarkets.thomsonreuters.com/Venture-capital-journal>.

4. <https://www.preqin.com>.

5. <http://pitchbook.com>.

3. Сравнение доходности фондов и других активов на рынке. Здесь существует несколько потенциальных сложностей. Во-первых, даже если все фонды будут прислушиваться к стандартам оценки ассоциации BVCA и оценивать свои активы консервативно, доходность отдельных фондов можно будет сравнить между собой, однако сравнение общей доходности фондов с доходностью других классов активов будет приводить к недооценке доходности фондов. Во-вторых, сложность при сравнении доходности фондов с другими классами активов возникает из-за того, что данные о доходности фондов появляются через определенный интервал времени, а не сразу, как в случае с публичными рынками.

Некоторым авторам удается получить детальные данные по денежным потокам фондов, чтобы на их основе провести сравнение доходности фондов и акций публичных компаний. Так, в работе Шмидта ([Schmidt, 2003](#)) проводится анализ 642 законченных инвестиционных проектов фондов в США за период с 1970 по 2022 год. Данные инвестиции включают в себя не только успешные случаи, но и такие, когда приобретенные компании остались частными или когда инвестиции были списаны из-за убытков. При этом информация для исследования собиралась на анонимной основе, поэтому у автора нет представления о том, какие конкретно компании он анализирует. Автор делает вывод о том, что за указанный период доходность фондов ($IRR = 36,49\%$) была выше, чем доходность акций сравнимых публичных компаний ($IRR = 11,59\%$). Однако, по мнению автора, данное превышение является следствием влияния небольшого количества суперуспешных инвестиций фондов, из которых фонды вышли после 1990 года, когда рынок акций был на подъеме. Поэтому делать выводы о том, что в большинстве случаев доходность фондов превышает доходность рынка, он не решает.

Часть исследователей отдельно анализируют доходность венчурных фондов прямых инвестиций. Среди них можно выделить работы ([Ljungqvist and Richardson, 2003](#); [Cochrane, 2004](#)), в которых анализируется большое количество других исследований по данной тематике. Результаты исследований сильно отличаются друг от друга и показывают как то, что доходности фондов не сильно отличаются от доходности индекса, так и то, что доходность фондов намного превышает доходность публичного индекса.

Важным аспектом при обсуждении доходности фондов прямых инвестиций является тот факт, что рядовой инвестор не может получить иную возможность инвестировать в акции частных компаний кроме как через инвестиции в фонды. При этом при расчете доходности от данных инвестиций следует учитывать выплаты менеджменту фонда за управление портфелем активов ([Phalippou and Gottschalg 2009](#)). Таким образом, если доходность фонда сопоставима с доходностью рыночного индекса, то для инвестора вложения в фонд принесут более низкую доходность, чем вложения в рыночный индекс из-за потерь, связанных с оплатой услуг менеджмента фонда.

4. Оценка доли вложения в фонды в общем инвестиционном портфеле. Вопросы выявления корреляции между доходностями частных и публичных компаний, а также методики расчета доходности и риска вложения в фонды прямых инвестиций являются насущными для определения оптимального инвестиционного портфеля, который включает в себя инвестиции в фонды ([Sarin, Das, Jagannathan, 2002](#)).

Так, в работе ([McFall, Ghaleb-Harter, 2001](#)) рассчитывается, что оптимальная доля инвестиций в фонды в портфеле должна быть между 19 и 51%. В другой работе ([Schmidt, 2003](#)) различные сценарии предполагают долю фондов от 3 до 65%. Еще один взгляд на данный вопрос представлен в работе ([Chen, Baierl, Kaplan, 2002](#)), где авторы анализировали возможность вложения в венчурные фонды прямых инвестиций и пришли к выводу о том, что их доля в портфеле должна быть не более 2–9%.

В результате, несмотря на то что вложения в фонды прямых инвестиций начинают играть все более весомую роль в инвестиционных портфелях, среди исследователей нет единого мнения относительно оптимального размера доли, которую они должны занимать. Одна из причин отсутствия консенсуса по данному вопросу заключается в отсутствии четкого понимания доходности и риска вложения в фонды.

Как справедливо отмечают некоторые авторы, поскольку не существует рыночных цен для частных активов, достичь объективности при сравнении доходности частных и публичных компаний очень затруднительно (Reyes, 1990). Действительно, в научной литературе в целом уделяется мало внимания частному сектору, поскольку статистические данные по частным компаниям намного сложнее анализировать по сравнению с котировками акций публичных компаний. Более того, сами собственники частных компаний часто не представляют себе доходность собственного бизнеса, так как при оценке его успешности ориентируются на «бухгалтерский» подход, а не стоимостной, учитывающий минимальные требования к доходности (Долматова, 2010).

Однако такие исследования все же существуют. Так, в работе Московиц и Виссинг-Йоргенсен (Moskowitz, Vissing-Jorgensen, 2002) авторы вводят понятие индекса частных компаний и сравнивают его с индексом публичных компаний. В результате анализа авторы приходят к выводу о том, что доходность вложения в акции частной компании для ее владельцев в среднем не превышает доходности вложения в диверсифицированный рыночный портфель, при том что вложения в частные компании намного более рискованны. В качестве источника информации о доходах частного сектора авторы берут статистику по доходам физических лиц в США, в которой указаны их доли владения частным бизнесом, а также оценки его стоимости и ежегодных доходов. Авторы понимают, что такой источник информации имеет много недостатков и может приводить к неверной оценке, но более надежные источники, к сожалению, по мнению авторов, отсутствуют.

Вложения в частные компании должны быть теоретически более рискованными, чем вложения в публичные. По данным некоторых исследований, стандартное отклонение доходности самых небольших публичных компаний составляет около 30–40% (Moskowitz, Vissing-Jorgensen, 2002), при этом размер частных компаний обычно еще меньше, а значит, волатильность их доходов должна быть еще больше. В то же время акции компаний с малой капитализацией могут обеспечивать более высокую доходность по сравнению с акциями более крупных компаний (Эванс, Бишоп, 2007).

Оценке риска вложения в частные компании и дополнительной премии, которую должны требовать предприниматели от частного бизнеса, посвящена работа Хитона и Лукаса (Heaton, Lucas, 2001). По данным авторов, 66% частных компаний банкротятся в течение первых 10 лет существования, поэтому премию за риск необходимо учитывать при оценке стоимости акций частных компаний. В работе делается вывод о том, что такая премия должна составлять как минимум 10%. При этом большинство предпринимателей вкладывают большую часть своих средств в один бизнес, тем самым дополнительно повышая свой риск.

В работе Кёплина, Сарина и Шапиро (Koeplin, Sarin, Shapiro, 2000) показатель дисконта, с которым должна оцениваться частная компания, рассчитывается на основании сравнения мультипликаторов в сделках с частными и публичными компаниями в схожих секторах. Авторы делают вывод, что при использовании мультипликаторов EV/EBIT и EV/EBITDA показатели дисконта в сделках с частными компаниями составляют примерно от 18 до 30%. Дисконт при приобретении акций частных компаний может являться одной из причин того, что доходность, которую получают покупатели частных компаний в сделках слияний и приобретений, в среднем превышает доходность, которую получают покупатели публичных компаний (Чиркова, Чувствина, 2011).

Еще один вопрос, возникающий в процессе оценки стоимости частных компаний, – определение справедливой ставки дисконтирования для применения метода дисконтированных денежных потоков (DCF). Параметр β , использующийся в модели CAPM, не может быть рассчитан для непубличных компаний, поэтому для его оценки используется обычно показатель β для публичных аналогов. Однако, как подтверждают исследования (Bowman, Bush, 2007), показатель β имеет прямую отрицательную зависимость от размера компании. Поэтому использование показателя β по публичным компаниям, размер которых обычно намного

больше частных компаний, занижает показатель beta для оцениваемых частных компаний. В результате оценка акций частных компаний может оказаться завышенной.

Оценка стоимости миноритарных пакетов акций

Научная литература по данной тематике в основном посвящена обсуждению размера скидки, которую следует применять для оценки стоимости миноритарных пакетов акций (Maher, 1976; Shishido, 1993; Damodaran, 2005; Бобрышев, 2008) и др. В другой части работ миноритарные пакеты рассматриваются с позиции корпорации, в числе акционеров которой присутствуют миноритарные акционеры, долю которых необходимо учитывать при составлении консолидированной отчетности (Clark, 1993).

Подводя итог обзору литературы, отметим следующие основные моменты:

1. Работы, посвященные фондам прямых инвестиций, раскрывают целый набор сложностей, которые возникают у инвесторов при вложении средств в эти фонды.
2. Работы, посвященные частным компаниям, в основном посвящены принципам оценки их стоимости и не сильно акцентируют внимание на недоступности вложений в частные компании со стороны рядовых инвесторов.
3. Работы, посвященные миноритарным пакетам акций, в основном анализируют возможные скидки при оценке таких пакетов, а также обсуждают права миноритарных акционеров, тогда как вопросу создания публичной компании, владеющей только миноритарными пакетами акций, не уделяется внимания.

На основании проведенного обзора литературы можно сделать вывод о том, что идея создания публичной компании, владеющей только миноритарными пакетами акций, обладает научной новизной и может открыть научную дискуссию в данном направлении.

Принцип формирования публичного холдинга частных компаний

На сегодняшний день на фондовых биржах разных стран присутствуют различные типы компаний. Большинство из них – это предприятия, специализирующиеся на ведении того или иного вида бизнеса в одной или нескольких отраслях, включая промышленный сектор, торговлю, банковскую сферу, Интернет, организации сферы услуг и т.д. В то же время встречаются менее распространенные типы публичных компаний:

1. Одним из первых публичных фондов прямых инвестиций стал в 2007 году фонд Blackstone Group¹. Несмотря на это, большинство фондов прямых инвестиций продолжают оставаться частными.
2. Специальные компании для приобретений (Special purpose acquisition companies), привлекающие средства на фондовом рынке для последующего осуществления приобретения частной компании, являются аналогом публичных фондов прямых инвестиций в уменьшенном масштабе².
3. Компания Berkshire Hathaway³, принадлежащая миллиардеру Уоррену Баффету, является наиболее ярким примером публичной холдинговой компании, инвестирующей собственные средства в акции публичных и частных компаний. В отличие от холдинговых компаний, упомянутые выше фонды прямых инвестиций инвестируют не собственные, а привлеченные средства.
4. Публичные кооперативы представляют отдельный тип компаний с точки зрения организационной структуры (Bekkum, Bijman, 2006).

1. http://en.wikipedia.org/wiki/Blackstone_Group#cite_note-WEF-59.

2. <http://www.sec.gov/answers/blankcheck.htm>,

<http://www.telegraph.co.uk/finance/newsbysector/banksandfinance/8748626/How-cash-shells-have-become-golden-eggs.html>.

3. www.berkshirehathaway.com.

Таким образом, набор типов компаний на фондовой бирже довольно широк, и чтобы понять место предлагаемого в данной работе холдинга среди прочих публичных компаний, следует провести более целостную классификацию бизнес-моделей существующих сегодня публичных компаний.

Интересная классификация бизнес-моделей публичных компаний приведена в работе группы исследователей из MIT Sloan School of Management (Malone, et al, 2006). Авторы проанализировали более 1000 публичных компаний в США и разделили их на 16 типов бизнес-моделей по следующим двум критериям:

- а) вид продаваемых прав (производитель, дистрибьютор, арендодатель, брокер);
- б) вид продаваемых активов (физические, финансовые, интеллектуальные, человеческий капитал).

Подавляющее большинство публичных компаний попадают в данной типологии в следующие группы: производитель или дистрибьютор физических активов, а также арендодатель любого из активов (см. таблицу 1). Все остальные виды бизнес-моделей являются намного более редкими среди существующих публичных компаний.

Таблица 1

Распределение публичных компаний США по типам бизнес-моделей, %

	Финансовые	Физические	Интеллект.	Чел. капитал	Итого
Производитель	0, 1	55, 1	0, 0	-	55, 2
Дистрибьютор	1, 0	11, 4	0, 0	-	12, 4
Арендодатель	8, 1	12, 0	12, 2	22, 5	47, 0
Брокер	1, 2	0, 2	0, 0	0, 1	1, 3
Итого	8, 9	72, 2	12, 2	22, 6	100

Источник: (Malone, et al, 2006)

Перечисленные выше редкие типы публичных компаний в данной классификации могли бы характеризоваться как дистрибьюторы финансовых активов (фонды прямых инвестиций или компании, схожие по типу с Berkshire Hathaway), а также попасть в какую-либо другую категорию (компании-оболочки или публичные кооперативы), в зависимости от того, к какой отрасли относится область их деятельности.

В данной работе анализируется возможность создания и вывода на фондовую биржу компании нового типа, который в приведенной выше классификации можно было бы также отнести к редкой категории дистрибьютора финансовых активов, основным предметом деятельности которого являются операции с ценными бумагами других компаний.

Принцип формирования данной компании заключается в создании холдинговой организации, владеющей миноритарными пакетами акций большого количества частных компаний. При этом данные пакеты акций будут вноситься акционерами таких компаний в качестве вклада в уставный капитал холдинга. Таким образом, акционерами холдинга будут сами акционеры частных компаний. Назовем данный тип компании холдингом частных компаний. Схематично структура такого холдинга представлена на рисунке 1.

На представленной схеме видно, что каждая из участвующих частных компаний вносит в уставный капитал холдинга индивидуальную долю $X_i\%$ своих акций, получая за это фиксированную долю $Y\%$ в уставном капитале холдинга. Таким образом, главное отличие данного холдинга от фонда прямых инвестиций заключается в том, что фонд приобретает акции компаний за собственные средства, тогда как в данном холдинге приобретения акций не предусмотрено – собственники частных компаний вносят акции в уставный капитал холдинга, становясь его миноритарными акционерами. Поэтому, если размер фонда прямых инвестиций ограничен размером привлеченных им средств, то размер данного холдинга ничем не ограничен, так как к нему может присоединиться любое количество частных компаний.

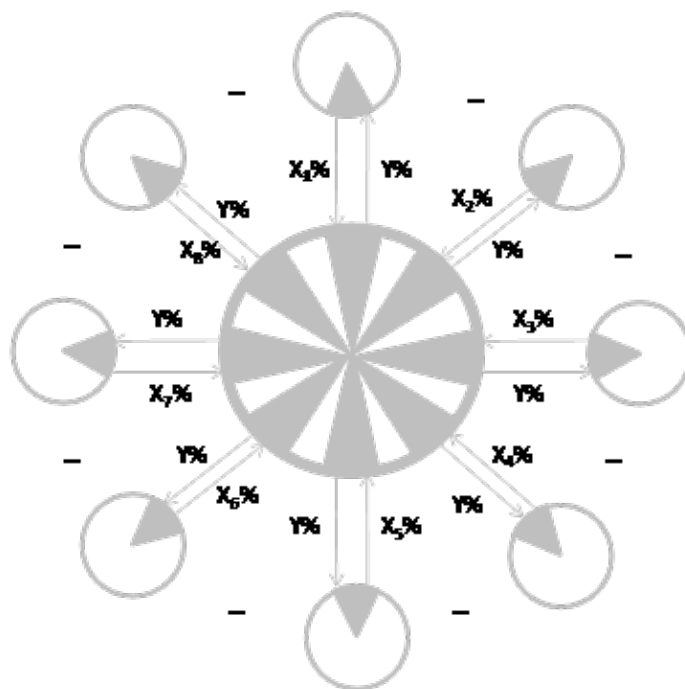


Рисунок 1. Схема владения холдинга частных компаний

Принцип формирования холдинга предусматривает возможность его создания не одновременно, а постепенно, по мере того как будет расти количество компаний, заинтересованных в участии в нем. Таким образом, изначально холдинг будет состоять из одной компании, владеющей 100% его акций. После присоединения второй компании их доли в холдинге будут составлять по 50% акций. В будущем, когда число присоединившихся компаний достигнет 100 или 1000, доля каждой из них в уставном капитале холдинга будет соответственно составлять 1 или 0,1%.

В целях обеспечения долгосрочной устойчивости конструкции холдинга в его уставе или в заключаемых договорах купли-продажи акций необходимо будет предусмотреть условия, которые исключали бы влияние холдинга на операционную деятельность участвующих в нем частных компаний. В этом также принципиальное отличие данного холдинга от фонда прямых инвестиций. Фонд прямых инвестиций стремится участвовать в управлении компаниями, акции которых он приобретает, и использует для этого различные юридические механизмы (Клячин, 2007). Целью же создания холдинга частных компаний является не управление этими компаниями, а создание публичного индекса частных компаний, который, наоборот, исключал бы любое влияние на их деятельность со стороны холдинга, чтобы получить несмещенную оценку доходности частного сектора.

Важным моментом является то, что все собственники частных компаний будут обладать одинаковыми долями в общем холдинге, стоимостью, например, 5 млн долл. США. Это позволит упростить расчет общей капитализации и финансовых показателей холдинга. В то же время, поскольку размеры всех частных компаний разные, то и вносимые собственниками доли, соответствующие 5 млн долл. США, тоже будут разные.

Определенно должны будут существовать некоторые формальные критерии отбора частных компаний, участвующих в холдинге. Так, например, можно определить условия по минимальному и максимальному размеру выручки, например от 50 до 250 млн долл. США, чтобы ограничить потенциальный пул частных компаний средним рыночным сегментом. Кроме того, определенные условия должны будут также накладываться и на начальную рентабельность, например, по показателю EBITDA, которая не должна быть ниже, скажем, 10%, чтобы исключить низкорентабельные компании, так как они не будут интересны потенциальным инвесторам в холдинг.

Помимо этого также должны быть предусмотрены условия, в соответствии с которыми частные компании не будут иметь возможность выйти из данного холдинга путем обратного обмена

акций. Единственный возможный вариант выхода для частных компаний будет заключаться в выкупе своих акций у холдинга по их текущей стоимости.

Вопрос оценки текущей стоимости является одним из ключевых. В целях унификации оценки всех компаний, входящих в холдинг, ко всем из них должен применяться одинаковый мультипликатор в размере, например, 6х EV/EBITDA. Использование единого мультипликатора позволит устранить все вопросы относительно субъективности оценки той или иной компании. Данный размер мультипликатора, конечно, не сможет подойти для оценки наиболее быстрорастущих компаний. В то же время это исключит из рассмотрения и наиболее рискованные проекты, так как быстрый рост и высокая доходность обычно соответствуют и повышенному риску вложения в такие компании.

После того как количество компаний, присоединившихся к холдингу, превысит 100, а общая капитализация холдинга превзойдет 500 млн долл., можно будет осуществить публичное размещение дополнительной эмиссии акций холдинга на фондовой бирже. Учитывая то, что размер мультипликатора 6х EV/EBITDA является достаточно низким для публичных компаний, инвесторы, приобретающие акции в процессе публичного размещения, могут быть уверены в том, что стоимость акций холдинга не будет переоценена, а курс акций будет расти в будущем по мере увеличения интереса со стороны инвесторов к данной компании.

В процессе вывода компании на фондовый рынок и привлечения средств возникает вопрос относительно целей их привлечения и направлений дальнейшего использования. Как было упомянуто выше, данный холдинг не будет вмешиваться в операционную деятельность входящих в него частных компаний, поэтому возможными направлениями использования привлеченных средств является их инвестирование для получения дохода, а также оплаты издержек поддержания функционирования холдинга. При этом с точки зрения портфельной теории наиболее оптимальным может быть инвестирование средств в государственные облигации (безрисковые активы).

В соответствии с портфельной теорией оптимального соотношения риска и доходности можно достичь, находясь на линии рынка капитала (Sharpe, 1970) (capital market line – CML), которая образуется при комбинации диверсифицированного рыночного портфеля акций публичных компаний и безрискового инструмента (см. график 1). Холдинг частных компаний представляет собой, по сути, диверсифицированный рыночный портфель акций частных компаний. Инвестируя свободные средства в государственные облигации (безрисковые активы), холдинг создает для инвесторов альтернативную линию рынка капитала (CML-A). Положение новой линии CML-A относительно существующей линии CML будет зависеть от соотношения риска и доходности акций холдинга, возможность определить которые появится только после вывода холдинга на фондовую биржу и наблюдения за динамикой курса его акций. На графике 1 представлены два возможных положения новой линии CML-A – ниже и выше существующей линии CML.

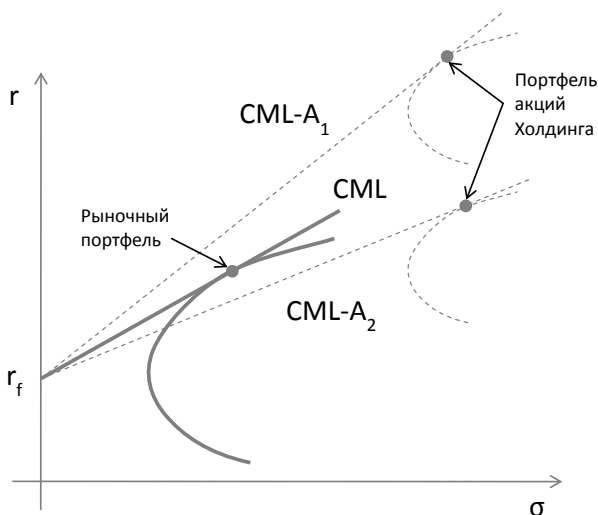


График 1. Существующая и альтернативные линии рынка капитала

После вывода холдинга на биржу он сможет продолжать присоединять новые частные компании, тем самым увеличивая диверсификацию своего портфеля. Доли всех текущих акционеров холдинга будут, соответственно, пропорционально уменьшаться.

Итак, в результате формирования холдинга и вывода его на фондовую биржу будет создан публичный холдинг частных компаний, инвестиции в акции которого станут доступными для широкого круга индивидуальных инвесторов. В следующей главе представлены основные преимущества появления такого холдинга на публичном рынке, а также и основные сложности, с которыми придется столкнуться при его создании.

Преимущества и сложности создания публичного холдинга частных компаний

Перечислим вначале основные преимущества появления такого холдинга на публичном рынке:

1. Возможность инвестирования в акции частных компаний. На сегодняшний день возможность инвестирования в капитал частных компаний в основном может быть доступна только через приобретение долей в фондах прямых инвестиций, при этом минимальный порог для таких инвестиций довольно высок. Создание такого холдинга сможет предоставить как индивидуальным, так и профессиональным инвесторам новую возможность инвестиций в капитал частных компаний. Учитывая то, что холдинг не будет вмешиваться в деятельность входящих в него компаний, инвестирование в его акции окажется равноценно инвестированию в акции всех входящих в него компаний. При этом, в отличие от фонда прямых инвестиций, вознаграждение менеджмента фонда не будет привязано к доходности акций холдинга, тем самым инвесторы не станут терять дополнительную доходность, которой они обычно делятся с менеджментом фондов.
2. Как было показано выше, инвестирование свободных средств холдинга в безрисковые активы позволит создать альтернативную линию рынка капитала и предоставит инвесторам дополнительную возможность для диверсификации своих инвестиционных портфелей.
3. Отсутствие необходимости для частных компаний публично раскрывать отчетность после IPO холдинга. Поскольку холдинг будет владеть во всех компаниях только миноритарными пакетами акций, он не обязан будет консолидировать финансовые результаты частных компаний в своей отчетности, а станет отражать вложения в акции частных компаний как инвестиции в финансовые инструменты¹. При этом избранные финансовые показатели всех частных компаний должны будут собираться холдингом ежеквартально и публиковаться только в агрегированном виде для информирования инвесторов о текущем положении компаний, входящих в холдинг.
4. Повышение прозрачности частного сектора. Несмотря на то что частные компании не будут публиковать свою отчетность, одним из условий их участия в холдинге станет аудит их отчетности одной из международных аудиторских компаний. Тем самым создание холдинга приведет к увеличению финансовой прозрачности входящих в него компаний.
5. Курс акций холдинга станет публичным индексом доходности частных компаний. Учитывая то, что холдинг не будет вмешиваться в деятельность входящих в него компаний, вложения в акции холдинга окажутся эквивалентны вложениям в индекс, состоящий из большого количества частных компаний. Причем чем больше компаний начнет присоединяться к холдингу со временем, тем более показательным будет данный индекс. В частности, изменение индекса могло бы стать тем ориентиром, который инвесторы фондов прямых инвестиций могли бы использовать для оценки динамики рынка частных инвестиций. Кроме того, данный индекс мог бы дать

1. Международный стандарт финансовой отчетности (IAS) 39: «Финансовые инструменты: признание и оценка».

дополнительную возможность для расчета показателя beta в модели CAPM для оценки акций частных компаний. В дальнейшем при публикации отчетности холдинга можно будет приводить не только агрегированные данные по всем компаниям, но и аналитику по динамике показателей компаний в отдельных отраслях.

6. Участие в холдинге со стороны акционеров частных компаний может рассматриваться как страховка. Большинство предпринимателей вкладывают все свои средства в единственный имеющийся у них бизнес (Moskowitz, Vissing-Jorgensen, 2002), тем самым увеличивая риск потери состояния в случае банкротства данного бизнеса. Обмен миноритарного пакета акций своей компании на акции холдинга позволяет собственникам получить страховку. Если их собственный бизнес обанкротится, у них останется доля в холдинге, которую они могут реализовать на открытом рынке.

Помимо указанных преимуществ, несомненно, будут существовать и определенные сложности в процессе создания такого холдинга, включая следующие:

1. Частные компании нужно будет убедить участвовать в данном холдинге. С одной стороны, как было показано выше, вложения в холдинг могут рассматриваться собственниками частных компаний как дополнительная страховка для их бизнеса. С другой стороны, у компаний могут появиться дополнительные издержки на проведения аудита, а также возникнет необходимость раскрытия информации о части финансовых показателей, которые будут включены в агрегированные результаты деятельности холдинга. Вполне вероятно, что далеко не все частные компании согласятся на участие в холдинге на данных условиях. Поэтому задача создания такого холдинга представляется сложной. Одним из дополнительных механизмов стимулирования интереса частных компаний к участию в холдинге, возможно, станут небольшие налоговые преференции со стороны государства для тех компаний, которые будут в него входить. Как было упомянуто выше, создание холдинга выгодно для государства в связи с повышением прозрачности частного сектора, а также появлением нового типа публичных компаний. Поэтому государство могло бы способствовать созданию подобного холдинга через налоговые преференции.
2. Существует опасность того, что часть наиболее быстрорастущих компаний будет рассматривать вложения в холдинг не как страховку, а как снижение доходности собственного бизнеса. Поскольку общая доходность холдинга зависит от суммы доходности всех его компаний, наиболее быстрорастущие компании будут показывать более высокую доходность. В результате стоимость их мажоритарного пакета акций будет расти быстрее, чем стоимость пакета акций холдинга, которым они владеют. В данном случае собственники могут захотеть выкупить свои акции по их текущей оценке, тем самым в холдинге будут оставаться только наименее быстрорастущие компании. В то же время выкуп акций подразумевает затраты наличных средств, которые нужно извлекать из текущего бизнеса. Вполне возможно, что данное неудобство отложит желание выкупа на неопределенное время.
3. Акции некоторых компаний при проведении IPO могут запретить к распространению среди индивидуальных инвесторов, которые не могут в полной мере оценить риск и доходность вложений¹. Поскольку данный холдинг будет являться новым типом компании для фондового рынка, есть вероятность того, что распространение его акций ограничат только кругом профессиональных инвесторов, что может негативно повлиять на результаты IPO.
4. Затраты на создание холдинга. Инициаторы создания подобного холдинга должны будут понести значительные временные и инвестиционные затраты на его создание. Необходимо провести оценку таких затрат, а также определить их источники, так как успешное привлечение финансирования будет напрямую влиять на возможность осуществления данного проекта на практике.

1. <http://www.sec.gov/answers/ipodiff.htm>.

Выводы

В современной научной литературе, посвященной инвестициям в акции частных компаний, в основном анализируются существующие рыночные механизмы для осуществления подобных инвестиций. Одним из наиболее популярных механизмов на сегодняшний день являются фонды прямых инвестиций. Механизм инвестиций в фонды, тем не менее, обладает рядом недостатков, которые ограничивают его использование индивидуальными инвесторами. В данной статье предлагается идея создания нового механизма инвестирования в акции частных компаний через создание холдинга, владеющего миноритарными пакетами акций частных компаний. Вывод такого холдинга на фондовую биржу позволит индивидуальным инвесторам получить доступ к диверсифицированному портфелю акций частных компаний, не прибегая к услугам фондов прямых инвестиций. В статье приводятся принципы создания такого холдинга, перечисляются его преимущества для вовлеченных сторон, а также возможные сложности его организации. Надеюсь, что данная работа откроет новую область для исследований в научной литературе и сможет способствовать формированию нового механизма инвестиций в акции частных компаний на фондовом рынке.

Список литературы

1. Бобрышев Н., Иванова Е., Макарова А., Шепурова А. Скидки за низкую ликвидность при оценке стоимости компании: обзор исследований // Корпоративные финансы. 2008. № 1(5). С. 71–80. URL:
2. http://ecsocman.hse.ru/hse/2010/12/31/1208181378/5_bobrishev_71_80.pdf.
3. Долматова И.Н. Финансовая модель анализа как управленческая инновация в непубличных российских компаниях // Корпоративные финансы. 2010. № 1(13). С. 84–94. URL: http://ecsocman.hse.ru/hse/2010/12/31/1208184805/Vypusk13_dolmatova_84_94.pdf.
4. Клячин А. Структурирование сделок прямого частного инвестирования в России // Закон. 2007. № 2. С. 34–38.
5. Кокорев Д.А. Рынок Private Equity в России // Корпоративные финансы. 2009. № 3(11). С. 102–104. URL:
6. http://ecsocman.hse.ru/data/2011/11/28/1270193327/102_104_Kokorev2.pdf.
7. Пархоменко А.В. Исследование доходности фондов прямых инвестиций (на примере развитых рынков капитала) // Корпоративные финансы. 2008. № 4(8). С. 23–37. URL: http://ecsocman.hse.ru/data/2011/11/28/1270193444/Vypusk8_23_37_parkhomenko.pdf.
8. Чиркова Е.В., Чувствина Е.В. Реакция рынка на объявление о приобретении компаний открытого и закрытого типов // Корпоративные финансы. 2011. № 3(19). С. 30–43. URL:
9. http://ecsocman.hse.ru/hse/2011/11/07/1272278422/CFJ19_30_43_Чиркова_Чувствина_.pdf.
10. Эванс Ч.Ф., Бишоп Д.М. Оценка компаний при слияниях и поглощениях: Создание стоимости в частных компаниях; пер. с англ. 2-е изд. М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. 332 с.
11. Bekkum, O.F., Bijman, J. (2006), Innovations in cooperative ownership: Converted and hybrid listed cooperatives, 7th international conference on management in agrifood chains and networks, Ede, The Netherlands, 31 (2006).
12. Bowman, R.G., Bush, S.R. (2007), Using Comparable Companies to Estimate the Betas of Private Companies, Working paper, URL: <http://ssrn.com/abstract=956443>.
13. Brown, G.W., Gredil, O., Kaplan, S.N. (2013), Do Private Equity Funds Game Returns?, Working paper, SSRN 2271690,
14. URL: <http://faculty.chicagobooth.edu/steven.kaplan/research/BGK.pdf>.

15. Chen, P., Baierl, G.T., Kaplan, P.D. (2002), Venture Capital and its Role in Strategic Asset Allocation: Long Term Risk-Return Characteristics, *The Journal of Portfolio Management*, 28(2) (2001) 83–89.
16. Clark, M.W. (1993), Evolution of concepts of minority interest, *The Accounting Historians Journal*, (1993) 59–78.
17. Cochrane, J.H. (2005), The risk and return of venture capital, *Journal of financial economics*, 75 (2005) 3–52.
18. Cumming, D., Walz, U. (2010), Private equity returns and disclosure around the world, *Journal of International Business Studies*, 41 (2010) 727–754.
19. Damodaran, A. (2005), The Value of Control: Implications for Control Premia, Minority Discounts and Voting Share Differentials, Working paper, URL: <http://ssrn.com/abstract=837405>.
20. Galante, S. (1993), Merrill Weighs In With Its Own Index for Private Equity, *Private Equity Analyst*, 5 (1993) 11–12.
21. Gompers, P.A., Lerner, J. (1997), Risk and reward in private equity investments: The challenge of performance assessment, *The Journal of Private Equity*, 2 (1997) 5–12.
22. Gompers, P., Lerner, J. (2001), The venture capital revolution, *The Journal of Economic Perspectives*, 15 (2001) 145–168.
23. Heaton, J., Lucas, D. (2000), Portfolio Choice and Asset Prices: The Importance of Entrepreneurial Risk, *Journal of Finance*, 55 (2000) 1163–1198.
24. Kaserer, C., Stucke, R. (2013), Performance of Private Equity, Alternative Investments: Instruments, Performance, Benchmarks, and Strategies, (2013) 323–344.
25. Koeplin, J., Sarin, A., Shapiro, A.C. (2000), The private company discount, *Journal of Applied Corporate Finance*, 12(4) (2000) 94–101.
26. Ljungqvist, A., Richardson, M. (2003), The cash flow, return and risk characteristics of private equity, National Bureau of Economic Research, Working Paper No w9454.
27. Maher, J.M. (1976), Discounts for lack of marketability for closely held business interests, *Taxes*, 54 (1976) 562.
28. Malone, T.W., et al. (2006), Do Some Business Models Perform Better than Others?, MIT Sloan Research Paper No. 4615-06. URL: <http://ssrn.com/abstract=920667>.
29. McFall, L.R., Ghaleb-Harter, T.E. (2001), Private Equity as an Asset Class: Its Role in Investment Portfolios, *The Journal of Finance*, 7(1) (2001) 77–91.
30. Moskowitz, T.J., Vissing-Jorgensen, A. (2002), The returns to entrepreneurial investment: A private equity premium puzzle? National Bureau of Economic Research, Working Paper No w8876.
31. Phalippou, L. (2008), The Hazards of Using IRR to Measure Performance: The Case of Private Equity, Working Paper, URL: <http://ssrn.com/abstract=1111796>.
32. Phalippou, L., Gottschalg, O. (2009), The performance of private equity funds, *Review of Financial Studies*, 22 (2009) 1747–1776.
33. Reyes, J.E. (1990), Industry Struggling to Forge Tools for Measuring Risk, *Venture Capital Journal*, 30 (1990) 23–27.
34. Sarin, A., Das, S.R., Jagannathan, M. (2002), The Private Equity Discount: An Empirical Examination of the Exit of Venture Backed Companies, Working Paper. URL: <http://ssrn.com/abstract=298083>.
35. Schmidt, D. (2003), Private equity-, stock- and mixed asset portfolios: a bootstrap approach to determine performance characteristics, diversification benefits and optimal portfolio allocations, CFS, Working Paper No. 2004, 12.

36. Sharpe, W.F. (1970), Portfolio theory and capital markets. New York: McGraw-Hill.
37. Shishido, Z. (1993), Fair Value of Minority Stock in Closely Held Corporations, The Fordham L. Rev., 62 (1993) 65.
38. Sills, B. (2002), Private Equity's Benchmark Blues // Globalinvestormagazine.com: сайт. URL: <http://www.globalinvestormagazine.com/Article/2228216/Benchmarks-Private-equitys-benchmark-blues.html> (дата обращения: 17.05.2013).
39. Toporowski, J. (2012), Private equity funds, Handbook of Critical Issues in Finance, (2012) 274.

Abstract

Individual investor has a wide range of potential assets, which can be included in investment portfolio. At the same time, when one considers investments in equity, he would be bound by the choice between shares of different public companies. The possibility to invest in private companies is usually available only through investments in private equity funds.

In the meantime, investments in private companies can be more profitable than investments in public companies. The demonstrative example in this respect is that private equity funds, while investing in private sector, usually consider projects with internal rate of return not lower than 30%. For comparison purposes, the average annual return of S&P500 index was about 5.8% between 2003 and 2013.

Investments in private equity funds have a number of significant drawbacks for an ordinary investor, including existence of substantial minimal investment amount, commission for management company services, low liquidity of the investments – funds are usually invested for the period of at least 3-5 years, difficulty with calculation of the fund's return on investments.

This article describes a possibility for creation of an alternative instrument for investments in private companies, which will help investors to overcome mentioned difficulties associated with private equity funds. The proposed alternative instrument is a new business model of public holding company, which owns minority stakes in a large number of private companies. In the process of the holding creation those minority stakes of private companies will be placed in the chartered capital of the holding, thus, majority shareholders of the private companies will become minority shareholders of the holding.

Creation of such a holding can be compared with emergence of the publicly traded index of private companies, which could possibly allow investors exceeding the bounds of the current capital market line.

JEL: G11, G24, G34

Key words: investment, private companies, public companies, private equity funds, stock indices, business-model.

References

1. Bekkum O.F., Bijman J. Innovations in cooperative ownership: Converted and hybrid listed cooperatives. 7th international conference on management in agrifood chains and networks. Ede, The Netherlands, 2006, 31.
2. Bobryshev N., Ivanova E., Makarova A., Shepurova A. Skidki za nizkuiu likvidnost' pri otsenke stoimosti kompanii: obzor issledovaniy [Low liquidity discounts in company valuation: review of studies]. Korporativnye finansy [Corporate finance], 2008, № 1(5), pp. 71–80. Available at: http://ecsocman.hse.ru/hse/2010/12/31/1208181378/5_bobryshev_71_80.pdf.
3. Bowman R.G., Bush S.R. Using comparable companies to estimate the betas of private companies. Working paper, 2007. Available at: <http://ssrn.com/abstract=956443>.
4. Brown G.W., Gredil O., Kaplan S.N. Do Private Equity Funds Game Returns? Working paper, SSRN 2271690, 2013. Available at: <http://faculty.chicagobooth.edu/steven.kaplan/research/BGK.pdf>.
5. Chen P., Baierl G.T., Kaplan P.D. Venture Capital and its Role in Strategic Asset Allocation:

- Long Term Risk-Return Characteristics. The Journal of Portfolio Management, 2001, 28(2), pp. 83–89.
6. Chirkova E.V., Chuvstvina E.V. Reaktsiia rynka na ob"iavlenie o priobretenii 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://ecsocman.hse.ru/hsedata/2011/11/07/1272278422/CFJ19_30_43_Чиркова_Чувствина_.pdf.
7. Clark M.W. Evolution of concepts of minority interest. The Accounting Historians Journal, 1993, pp. 59–78.
8. Cochrane J.H. The risk and return of venture capital. Journal of financial economics, 2005, 75, pp. 3–52.
9. Cumming D., Walz U. Private equity returns and disclosure around the world. Journal of International Business Studies, 2010, 41, pp. 727–754.
10. Damodaran A. The Value of control: Implications for control premia, minority discounts and voting share differentials. Working paper, 2005. Available at: <http://ssrn.com/abstract=837405>.
11. Dolmatova I.N. Finansovaia model' analiza kak upravlencheskaia innovatsiia v nepublichnykh rossiiskikh kompaniiakh [Financial model of analysis as managerial innovation in Russian private companies]. Korporativnye finansy [Corporate finance], 2010, № 1(13), pp. 84–94.
12. Evans Ch.F., Bishop D.M. Otsenka kompanii pri sliianiiakh i pogloshcheniiakh: Sozдание stoimosti v chastnykh kompaniiakh [Company valuation in mergers and acquisitions: Value creation in private companies]. Translation from English, 2 ed. Moscow, Alpina Business Books, 2007, 332 p.
13. Galante S. Merrill weighs in with its own index for private equity. Private Equity Analyst, 1993, 5, pp. 11–12.
14. Gompers P.A., Lerner J. Risk and reward in private equity investments: The challenge of performance assessment. The Journal of Private Equity, 1997, 2, pp. 5–12.
15. Gompers P., Lerner J. The venture capital revolution. The Journal of Economic Perspectives, 2001, 15, pp. 145–168.
16. Heaton J., Lucas D. Portfolio choice and asset prices: The importance of entrepreneurial risk. Journal of Finance, 2000, 55, pp. 1163–1198.
17. Kaserer C., Stucke R. Performance of Private Equity. Alternative Investments: Instruments, Performance, Benchmarks, and Strategies, 2013, pp. 323–344.
18. Kliachin A. Strukturirovanie sdelok priamogo chastnogo investirovaniia v Rossii [Structuring of direct private investment deals]. Zakon [Legislation], 2007, №. 2, pp. 34–38.
19. Koeplin J., Sarin A., Shapiro A.C. The private company discount. Journal of Applied Corporate Finance, 2000, 12(4), pp. 94–101.
20. Kokorev D.A. Rynok Private Equity v Rossii [Private equity market in Russia]. Korporativnye finansy [Corporate finance], 2009, № 3(11), pp. 102–104 Available at: http://ecsocman.hse.ru/data/2011/11/28/1270193327/102_104_Kokorev2.pdf.
21. Ljungqvist A., Richardson M. The cash flow, return and risk characteristics of private equity. National Bureau of Economic Research, Working Paper, No w9454, 2003.
22. Maher J.M. Discounts for lack of marketability for closely held business interests. Taxes, 1976, 54, p. 562.
23. Malone T.W., et al. Do some business models perform better than others? MIT Sloan Research Paper No. 4615-06, 2006. Available at: <http://ssrn.com/abstract=920667>.
24. McFall L.R., Ghaleb-Harter T.E. Private equity as an asset class: Its role in investment portfolios. The Journal of Finance, 2001, 7(1), pp. 77–91.

25. Moskowitz T.J., Vissing-Jorgensen A. The returns to entrepreneurial investment: A private equity premium puzzle? National Bureau of Economic Research, Working Paper No w8876, 2002.
26. Parkhomenko A.V. Issledovanie dokhodnosti fondov priamykh investitsii (na primere razvitykh rynkov kapitala) [Analysis of return of private equity funds (evidence from developed capital markets)]. Korporativnye finansy [Corporate finance], 2008, № 4(8), pp. 23–37. Available at: http://ecsocman.hse.ru/data/2011/11/28/1270193444/Vypusk8_23_37_parkhomenko.pdf.
27. Phalippou L. The hazards of using IRR to measure performance: The case of private equity. Working Paper, 2008. Available at: <http://ssrn.com/abstract=1111796>.
28. Phalippou L., Gottschalg O. The performance of private equity funds. Review of Financial Studies, 2009, 22, pp. 1747–1776.
29. Reyes J.E. Industry Struggling to Forge Tools for Measuring Risk. Venture Capital Journal, 1990, 30, pp. 23–27.
30. Sarin A., Das S.R., Jagannathan M. The Private Equity Discount: An Empirical Examination of the Exit of Venture Backed Companies. Working Paper, 2002. Available at: <http://ssrn.com/abstract=298083>.
31. Schmidt D. Private equity-, stock- and mixed asset portfolios: a bootstrap approach to determine performance characteristics, diversification benefits and optimal portfolio allocations. CFS, Working Paper No., 2004, 12.
32. Sharpe W.F. Portfolio theory and capital markets. New York: McGraw-Hill, 1970.
33. Shishido Z. Fair Value of Minority Stock in Closely Held Corporations. The Fordham L. Rev., 1993, 62, p. 65.
34. Sills B. Private Equity's Benchmark Blues, 2002. In Globalinvestormagazine.com: Website. Available at: <http://www.globalinvestormagazine.com/Article/2228216/Benchmarks-Private-equitys-benchmark-blues.html> (Accessed 17 May 2013).
35. Toporowski J. Private equity funds. Handbook of Critical Issues in Finance, 2012, p. 274.

МОДЕЛЬ УПРАВЛЕНИЯ СТЕЙКХОЛДЕРАМИ В СДЕЛКАХ СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ

Вашакмадзе Т.Т.¹, Мартirosян Э.Г.², Сергеева А.А.³

Стратегическое развитие компании и ее стоимость испытывают на себе воздействие со стороны различных групп внешних и внутренних стейкхолдеров. В условиях нарастающей интенсивности процессов корпоративной интеграции и трансформации проявляется потребность менеджеров-практиков в системе управления процессами слияний и поглощений, основанной на стейкхолдерском подходе, а следовательно, высока актуальность разработки специальной метрики для выявления и отслеживания интересов стейкхолдеров в этих сделках. В настоящей работе получила развитие модель управления взаимодействием со стейкхолдерами в сделках слияний и поглощений «SUN Cube» (Martirosyan and Vashakmadze, 2013), показаны механизмы ее использования в достижении синергии при последующей интеграции.

Показателем экономической целесообразности слияния и поглощения является синергетический эффект. А. Дамодаран (Damodaran, 2005) определяет синергию как «дополнительную стоимость, генерируемую путем объединения двух фирм и создания возможностей, которые не были бы доступны этим фирмам, существовавшим независимо друг от друга».

Для оценки синергии в слияниях и поглощениях инвестиционные специалисты прибегают к использованию моделей дисконтированных денежных потоков. Однако, как известно, финансовые коэффициенты являются следствием принятия управленческих решений. Для построения нашей модели оценку синергии рассматривается иначе – через мультипликаторы оценки (price-to-book ratio, отношение рыночной стоимости собственного капитала к балансовой стоимости собственного капитала). Декомпозиция стоимостного мультипликатора показывает, что объединенная компания может достичь синергию по средствам максимизации рентабельности собственного капитала, минимизация рисков и наращивания темпов роста.

Для последующего выявления драйверов роста стоимости компании, используется модель эрцгаммы (Вашакмадзе, 2012). Мы полагаем, что «SUN Cube» может быть применен для анализа каждого из 12 факторов модели эрцгаммы. Менеджерам необходимо определить стейкхолдеров, имеющие непосредственное влияние на каждый фактор, который будет проанализирован по четырем параметрам модели «SUN Cube». Модель «SUN Cube», является диагностическим и аналитическим инструментом, задающим вектор для коррекции коммуникационной стратегии в процессах слияний и поглощений, что позволяет минимизировать риски для синергии и интеграции компаний.

JEL: G34

Ключевые слова: слияния и поглощения, стейкхолдеры, синергия, интеграция, стоимость компании, ESG

Введение

Важность управления взаимодействием со стейкхолдерами компании в процессе совершения сделок по слиянию и поглощению, а также при последующей интеграции трудно переоценить. Фундаментальная работа Р. Фримана (Freeman, 1984), сформулировавшая теорию стейкхолдеров, привлекла внимание ученых-теоретиков и практиков к различным вопросам, связанным с «причастными сторонами», заинтересованными в финансовых и иных результатах деятельности организации. Исследователи отмечают, что современная управленческая па-

1. Старший преподаватель кафедры бизнеса и управленческой стратегии РАНХиГС при Президенте РФ, руководитель фин-модель.ру.

2. Канд. эконом. наук, доцент кафедры бизнеса и управленческой стратегии РАНХиГС при Президенте РФ, коммерческий директор ООО «Грофиллекс».

3. Аспирант кафедры общего и стратегического менеджмента ИБДА РАНХиГС при Президенте РФ.

радика основана на принципе создания системы управления стоимостью компании в интересах групп внутренних и внешних стейкхолдеров (Байбурина и Жуковец, 2009; Санин, 2009; Ивашковская, 2012). Стратегическое развитие компании и ее стоимость определяются не только решениями и интересами менеджмента и собственников, но также испытывают воздействие со стороны персонала компании, акционеров, инвесторов, поставщиков, покупателей и потребителей.

Однако в исследованиях подробно не рассматривался стейкхолдерский подход в контексте сделок слияний и поглощений. В условиях стагнирующей экономики, когда органичный рост компаний все чаще замещается «покупкой роста» – укрупнением бизнеса за счет слияний и поглощений, проявляется потребность бизнесменов-практиков в системе управления процессами слияний и поглощений, основанной на стейкхолдерском подходе.

Обычно интеграция в период после совершения сделок по слиянию и поглощению компаний (PMI, Post Merger Integration) рассматривается как проект, для управления которым существует определенная метрика. Высока актуальность разработки специальной метрики для выявления и отслеживания интересов стейкхолдеров в этих сделках.

Исследователи Дональдсон и Престон (Donaldson and Preston, 1995) заметили, что стейкхолдерская теория создает основу для изучения связей, если таковые прослеживаются, между практикой стейкхолдерского управления и достижением различных целей, соотносящихся с показателями экономической эффективности компании. Ученый Мадхаван (Madhavan, 2005) в своей работе отмечает, что «инициаторы и организаторы процессов слияний и поглощений должны управлять семью группами ожиданий заинтересованных сторон». По его мнению, все стейкхолдеры в равной степени важны, и компания может потерять до 10% клиентов в случае недооценки их значимости в процессе интеграции.

В нашей предыдущей статье (Martirosyan and Vashakmadze, 2013) мы представили концепцию модели управления взаимодействия со стейкхолдерами в сделках слияний и поглощений, получившей название «SUN Cube». «SUN Cube» позволяет сосредоточиться на ключевых показателях эффективности (KPI) управления различными группами стейкхолдеров. В настоящей работе мы разовьем предложенную нами концепцию и покажем, как она может быть использована в достижении синергии в процессе интеграции после совершения сделки.

Модель оценки синергии

Вопрос рентабельности сделок слияний и поглощений оказался в центре внимания научного и делового сообщества. В своем исследовании Р. Брунер (Bruner, 2001) изучал выгоду от слияния и поглощения для акционеров как компании-покупателя, так и компании-цели. В качестве шкалы успеха слияний и поглощений автор предложил три категории возможного исхода сделок: сохранение стоимости, создание стоимости или разрушение стоимости компании. Областью создания стоимости становится коммерческая, операционная, сервисная и/или финансовая синергия.

Показателем экономической целесообразности слияния и поглощения является синергетический эффект, такой как рост доходов или снижение затрат (Houston, James and Ryngaert, 2001). А. Дамодаран (Damodaran, 2005) определяет синергию как «дополнительную стоимость, генерируемую путем объединения двух фирм и создания возможностей, которые не были бы доступны этим фирмам, существовавшим независимо друг от друга».

Объяснять синергию принято через математическое выражение: $1 + 1 = 3$. Для оценки синергии в слияниях и поглощениях инвестиционные специалисты прибегают к использованию моделей дисконтированных денежных потоков. Сперва происходит оценка стоимости бизнеса «как она есть». Подобная оценка позволяет определить стоимость компании без изменения операционной, инвестиционной и финансовой политики предприятия. Далее проводится оценка стоимости предприятия с допущениями изменения операционной, инвестиционной, финансовой политики. Разница между этими двумя прогнозными значениями и является

теоретической максимальной величиной ожидаемой синергии в денежном исчислении. Однако достичь этих показателей в результате слияния и поглощения удастся не более чем в 50% случаев.

Для построения нашей модели оценки рассмотрим синергию иначе – через стоимостные мультипликаторы. С применением таких мультипликаторов оценки, как price-to-book ratio (отношение рыночной стоимости собственного капитала к балансовой стоимости собственного капитала), синергия может быть записана следующим образом:

$$P/B_A + P/B_B < P/B_C \quad (1)$$

P/B_A – мультипликатор price to book компании-покупателя;

P/B_B – мультипликатор price to book компании-цели;

P/B_C – мультипликатор price to book объединенной компании

Мультипликатор price-to-book может быть выражен через рентабельность и стоимость собственного капитала фирмы, а также темпы роста денежных потоков:

$$P/B = (ROE - g) / (R_e - g) \quad (2)$$

Следовательно, представленное выше выражение может трансформироваться:

$$(ROE_A - g_A) / (R_{eA} - g_A) + (ROE_B - g_B) / (R_{eB} - g_B) < (ROE_C - g_C) / (R_{eC} - g_C) \quad (3)$$

ROE – рентабельность собственного капитала;

R_e – стоимость собственного капитала;

g – темпы роста.

Полученная формула демонстрирует, что объединенная компания может достичь синергии посредством:

- максимизации ROE ;
- снижение требуемой доходности на собственный капитал R_e (минимизация рисков);
- наращивания темпов роста.



Диаграмма 1. Эрцгамма

Для последующего анализа и выявления драйверов роста стоимости компании необходимо провести декомпозицию рентабельности собственного капитала (ROE). Вместо традиционной декомпозиции используем модель эрцгаммы (Вашакмадзе, 2012).

Эрцгамма – визуализация двенадцатифакторной модели ROE на лепестковой диаграмме (диаграмма 1).

Двенадцатифакторная модель декомпозиции ROE:

$$ROE = \left(\frac{ВП}{В} - \frac{УиК \text{ расходы}}{В} \right) * \frac{ПДН}{ЕВИТ} * \frac{ЧП}{ПДН} * \left(\frac{\frac{365}{\frac{ДС*365}{В} + \frac{ДЗ*365}{В} + \frac{З*365}{В} + \frac{ПОА*365}{В} + \frac{ОС*365}{В} + \frac{ПВА*365}{В}}}{\left(\frac{ЗК}{СК} + \frac{БПО}{СК} + 1 \right)} \right) \quad (4)$$

ВП – валовая прибыль,

УиК расходы – управленческие и коммерческие расходы

В – выручка,

ЕВИТ – прибыль до вычета процентов и налогов,

ПДН – прибыль до налогообложения,

ЧП – чистая прибыль.

ДС – денежные средства,

ДЗ – дебиторская задолженность,

З – запасы,

ПОА – прочие оборотные активы,

ОС – основные средства,

ПВА – прочие внеоборотные активы,

ЗК – заемный капитал, (краткосрочные кредиты и долгосрочные кредиты),

СК – собственный капитал,

БПО – беспроцентные обязательства (в первую очередь это кредиторская задолженность, но также все статьи пассива, кроме собственного капитала, краткосрочных и долгосрочных кредитов).

Использование модели эрцгаммы позволяет:

- определить области достижения синергии;
- дать оценку синергии объединенной компании;
- выявить степень различия компаний и потенциальную возможность к синергии.

Модель управления стейкхолдерами в сделках M&A – «SUN Cube»

Целый ряд исследований посвящен стратегиям управления взаимодействием со стейкхолдерами (Savageet et al., 1991; Jawahar and McLaughlin, 2001), а также влиянию стейкхолдеров на решения фирмы (Frooman, 1999).

«Sun Cube» является новой моделью, которая может быть использована в управлении сделками по слиянию и поглощению для анализа взаимодействия компании со стейкхолдерами через призму четырех параметров: степень вовлеченности / перспектива участия (Run Rate), уровень определенности / перспектива прозрачности (Transparency Rate), перспектива мультипликативного эффекта (Multiplication Rate), перспектива управленческого перехода на новый этап бизнес-философии (Transmission Rate).

Каждый критерий оценивается по нескольким уровням стейкхолдеров.

В нашей классификации выделено три уровня стейкхолдеров. Первый и второй уровни представлены ключевыми стейкхолдерами, которые оказывают или могут оказать непосредственное влияние на будущие денежные потоки компании. Третий условно выделенный уровень – «удаленные» стейкхолдеры, которые косвенно влияют на функционирование бизнеса.

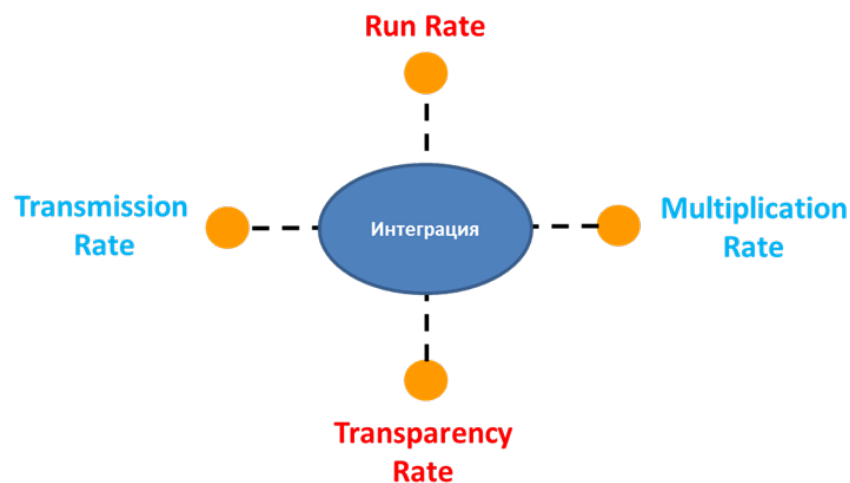


Диаграмма 2. Модель «SUN Cube»

Уровни стейкхолдеров:

- 1-й уровень стейкхолдеров (SH1) – акционеры, топ-менеджмент и персонал компании;
- 2-й уровень стейкхолдеров (SH2) – клиенты, поставщики и банки;
- 3-й уровень стейкхолдеров (SH3) – прочие заинтересованные стороны, в том числе специфические по отношению к среде действия компании.

В зависимости от ситуации внешние стейкхолдеры могут переходить с третьего на второй уровень и наоборот.

Описание параметров модели «SUN Cube»

Run rate – степень вовлеченности стейкхолдеров в корпоративную трансформацию. Этот KPI введен для определения возможности и готовности стейкхолдеров участвовать в процессах, сопряженных со сделкой по слиянию и поглощению и последующей интеграцией. Известно, что большинство сделок M&A страдают от так называемой «корпоративной аллергии» – явления, при котором в ходе интеграции две или более бизнес-структуры не могут успешно объединиться и достичь синергетического эффекта из-за несовместимости, существенного расхождения в интересах стейкхолдеров. Это приводит к отторжению структур, и цели синергий проваливаются.

Целевые и фактические значения выставляются по следующей шкале вовлеченности стейкхолдеров в сделку:

- 0 – не вовлечены;
- 1 – поставлены в известность / информированы о совершении сделки;
- 2 – активно участвуют в рабочих группах по интеграции;
- 3 – вовлечены на стадии принятия решения.

Анализируя значение этого параметра, необходимо дать ответ на вопрос о том, какая степень вовлеченности стейкхолдеров в сделку необходима для достижения синергетического эффекта.

Transparency rate – степень прозрачности, определенности будущего для стейкхолдеров после интеграции. Без четкого видения того, что произойдет со всеми заинтересованными сторонами после сделки, представления о том, как изменится их положение, невозможно провести ни успешное слияние и поглощение, ни последующую интеграцию. Перед совершением сделки рекомендуется сформировать карту будущего для всех заинтересованных сторон, в которой будет указана следующая информация:

- Величина «стейка» в компании (масштаб бизнеса, доходы), который сохранит за собой

стейкхолдер после интеграции. Когда сделка по слиянию и поглощению инициируется и рассматривается в качестве инструмента роста стоимости бизнеса, она должна быть максимально полезной для стейкхолдеров и не ухудшать их положения.

- Стратегический и оперативный план на период от 3 до 5 лет с финансовыми и социальными ключевыми показателями эффективности.

Целевые и фактические значения ранжируются по следующей шкале степени определенности будущего для каждого стейкхолдера после сделки:

0 – определено, непрозрачно;

1 – определено / прозрачно в краткосрочном периоде, до 6 месяцев;

2 – определено / прозрачно в среднесрочном периоде, от 6 месяцев до 1 года;

3 – полная определенность / прозрачность в долгосрочном периоде, более 1 года.

Multiplication rate – показатель, отражающий возможность стейкхолдеров получить от сделки мультипликативные эффекты в нерелевантных бизнесах. Работая в отрасли, в которой сосредоточены ключевые компетенции, компания неизбежно влияет на смежные отрасли, обслуживающие бизнес или инвестирующие в него. Таким образом, при слияниях и поглощениях необходимо понять, какие дополнительные преимущества создаст сделка и последующая интеграция для стейкхолдеров из смежных отраслей. При увеличении стоимости для наших стейкхолдеров необходимо учитывать сопряженное с этим увеличение их стоимости в смежных бизнесах.

KPI позволяет генеральному директору, совершающему сделку и проводящему интеграцию, проанализировать возможность стейкхолдеров максимизировать стоимость после сделки в нерелевантных областях. Рассмотрение мультипликативного эффекта может оказаться полезным для выстраивания коммуникационной стратегии.

Целевые и фактические значения мультипликативного эффекта:

0 – мультипликативный эффект отсутствует;

1 – мультипликативный эффект существует.

Transmission rate отражает этап, на котором находится бизнес-философия внутренних стейкхолдеров, участвующих в сделке по слиянию и поглощению, а также возможность перехода на уровень выше в результате сделки. Можно выделить четыре стадии эволюции философии корпоративного управления (диаграмма 2):

- фокус на позитивный денежный поток;
- фокус на позитивную операционную прибыль или рентабельность по EBITDA;
- фокус на создание стоимости для стейкхолдеров;
- фокус на социальную ответственность, ESG (экологические, социальные и управленческие аспекты).

Опираясь на данный KPI, топ-менеджмент компании может составить представление о совместимости философий управления, которых придерживаются внутренние стейкхолдеры интегрируемых компаний, а также определить, каковы основные драйверы слияния и поглощения. Взгляд на данный показатель позволяет руководству понять общие приоритеты и подходы стейкхолдеров, что поможет избежать многих проблем, связанных с интеграцией. Этот KPI может предотвратить сделку по интеграции бизнесов, кардинально отличающихся с точки зрения философии и подходов. Полагаем, что родственность философий объединяемых компаний влияет на успех сделок слияний и поглощений и на вероятность достижения при этом синергии.

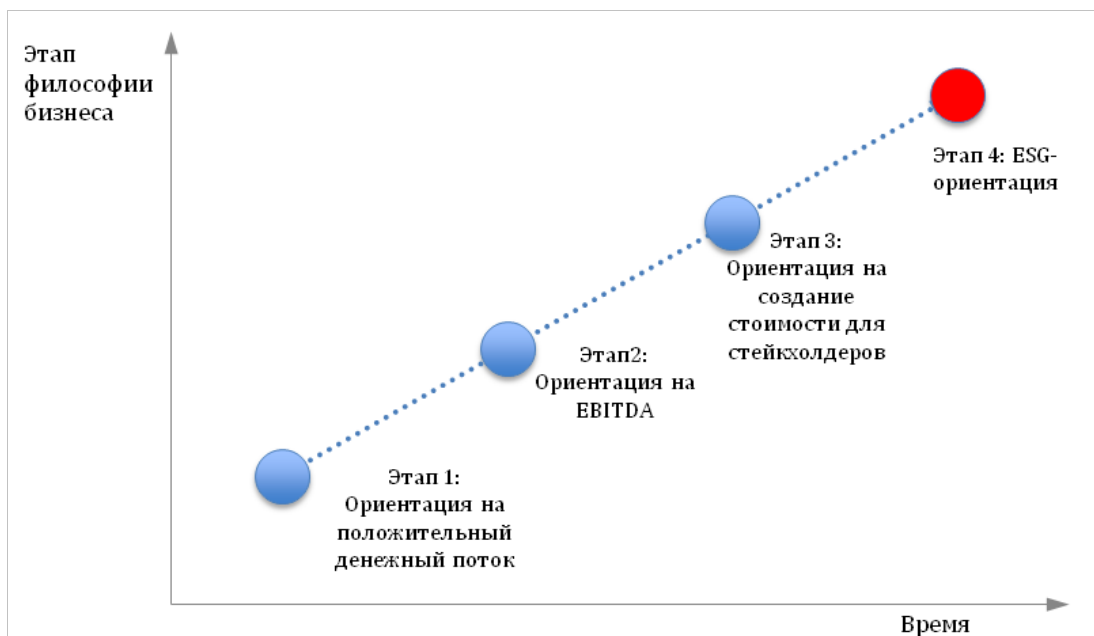


Диаграмма 3. Развитие философии бизнеса

Четвертый этап эволюции подхода к управлению компанией – акцент на ESG – требует принципиально другой управленческой философии развития бизнеса.

Для успеха будущей интеграции стейкхолдеры должны находиться на одной и той же стадии, разделять одну философию. Это имеет критическое значение для создания стоимости и формирования надежной коммуникационной основы. Чем больше точек соприкосновения в философии, подходах, приоритетах стейкхолдеров, тем больше вероятность будущей успешной интеграции. Крайне трудно осуществить успешную интеграцию, если одни стейкхолдеры находятся на стадии ESG, а для других главным по-прежнему остается положительный денежный поток. Общее понимание и философия в бизнес-модели приносят положительные результаты в виде успешной интеграции.

Transmission rate – единственный показатель, который анализируется только для первой группы стейкхолдеров. Для учета этого показателя применяется метод оценки «360 градусов». Целевые и фактические значения проранжированы согласно этапам эволюции корпоративной философии:

- 0 – ориентация на положительный денежный поток;
- 1 – ориентация на EBITDA;
- 2 – ориентации на рыночную капитализацию;
- 3 – ESG-ориентация (максимизация благосостояния акционеров через максимизацию выгоды для стейкхолдеров).

Таким образом, модель «SUN Cube» – это система оценки потенциальной синергии до, в процессе и после сделок слияний и поглощений компаний в рамках стейкхолдерского подхода, представленная в разрезе четырех параметров и дающая ответ на четыре ключевых вопроса:

1. Какая степень вовлеченности стейкхолдеров в сделке необходима для достижения синергетических эффектов?
2. Насколько определено будущее для каждого стейкхолдера после сделки?
3. Какие мультипликативные эффекты получают стейкхолдеры от сделки?
4. На какой этап философии управления компанией необходимо переводить внутренних стейкхолдеров?

Оценочный лист, составленный по системе показателей модели «SUN Cube», приведен в таблице 1.

Оценочный лист по системе показателей модели «SUN Cube»

Критерии / стейкхолдеры	Целевое значение	Фактическое значение	%	Комментарий	Меры по оптимизации
Run rate	9				
SH1	3				
SH2	3				
SH3	3				
Transparency rate	9				
SH1	3				
SH2	3				
SH3	3				
Multiplication rate	3				
SH1	1				
SH2	1				
SH3	1				
Transmission rate	9				
Акционеры	3				
Топ-менеджмент	3				
Персонал	3				
ИТОГО:	30				

Таблица соотносит целевые и фактические значения, полученные по итогам анкетирования и опросов. Каждый критерий дифференцируется по уровням стейкхолдеров. Далее в процентах рассчитывается отклонение фактического значения от целевого, предлагаются меры по оптимизации каждого из показателей. Максимальная сумма показателей составляет 30, минимальное значение равно 0.

Целевые и фактические значения могут быть графически изображены для каждого критерия, как это показано ниже (диаграмма 4).

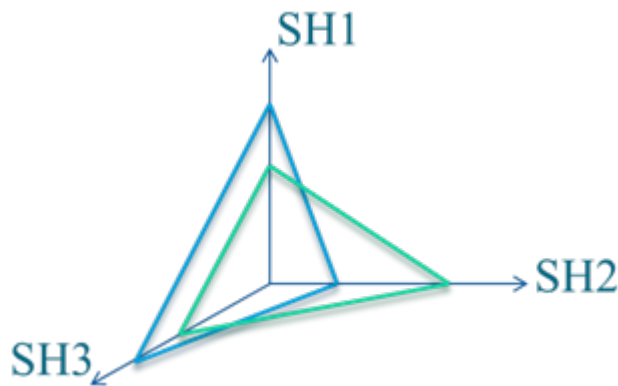


Диаграмма 4. Целевые и фактические значения параметра модели «SUN Cube»

Важно отметить, что горизонтальные критерии модели «SUN Cube» (Multiplication Rate и Transmission Rate) дают пассивную оценку, а вертикальные (Run Rate и Transparency Rate) – активную. По нашему мнению, чем выше фактическое значение, полученное по метрике, тем более управляемым является процесс слияний и поглощений, тем больший синергетический эффект может быть получен. Агрегированное значение отражает вовлеченность стейкхолдеров в сделку и соотносится с возможностью достижения синергии в результате слияний и поглощений. Низкая суммарная оценка является индикатором существования рисков недостижения синергии и медленной интеграции.

Сегодня такие явления, как аннигиляция и эрозия стоимости в рамках интеграционных процессов на глобальном рынке слияний и поглощений, сформировали восходящий тренд.

Неэффективная, медленная – «тлеющая» – интеграция все чаще становится предпосылкой для реверсивных процессов, обратных поглощений, при которых покупатель и цель меняются местами.

Модель «SUN Cube» является диагностическим и аналитическим инструментом, задающим вектор для коррекции коммуникационной стратегии в процессах слияний и поглощений, что позволяет минимизировать риски для синергии и интеграции компаний.

Заключение

В настоящей статье получила развитие ранее предложенная нами концепция «SUN Cube», рассмотрены области захвата синергии в период корпоративной интеграции до, в процессе и после совершения сделок по слиянию и поглощению. Предложена новая модель оценки синергии (эргамма), которая может применяться вместе с моделью «SUN Cube».

Как известно, финансовые коэффициенты являются следствием принятия управленческих решений. Модель эргаммы – это первый шаг. На решения, принимаемые в процессах слияний и поглощений, могут оказывать прямое или косвенное воздействие стейкхолдеры компании. Мы полагаем, что «SUN Cube» может быть применен для анализа каждого из 12 факторов модели эргаммы. Менеджерам необходимо определить заинтересованные стороны, имеющие непосредственное влияние на каждый фактор, который будет проанализирован по четырем параметрам модели «SUN Cube».

Наша следующая статья будет посвящена подробному описанию методологии, комбинирующей эргамму и «SUN Cube» для того, чтобы представить целостную систему управления взаимодействием со стейкхолдерами в сделках слияний и поглощений компаний

Список литературы

1. Байбурина Э.Р., Жуковец О.С. Концепция анализа сетевого капитала как драйвера стоимости компании // Корпоративные финансы. 2009.
2. Вашакмадзе Т., Сравнительный анализ бизнес-моделей компаний // Экономика и жизнь, № 45/9461 от 16 ноября 2012 г.
3. Ивашковская И.В. Стейкхолдерский подход к управлению, ориентированному на приращение стоимости компании // Корпоративные финансы. 2012. № 1(21). С.14–23.
4. Санин В.В. Баланс и конфликт интересов стейкхолдеров в стратегических и бизнес-планах компании // Корпоративные финансы. 2009. № 2 (10). С. 112–132.
5. Bruner, R., (2002). Does M&A pay? A survey for the decision-maker. Journal of Applied Finance, 12 (2002) 48–60.
6. Damodaran, A. (2005), The Value of Synergy. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=841486> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.841486>.
7. Donaldson, T., and Preston, L.E. (1995), The stakeholder theory of the corporation: Concepts, evidence, and implications, Academy of Management Review, 20 (1995) 65–91.
8. Freeman, R.E. (1984), Strategic Management: A stakeholder approach. Boston: Pitman.
9. Jawahar, I.M., and McLaughlin, G.L. (2001), Toward a descriptive stakeholder theory: An organizational life cycle approach, Academy of Management Review, 26 (2001) 397–414.
10. Houston, J., James, C., Ryngaert, M., (2001), Where Do Merger Gains Come From? Bank Mergers From the Perspective of Insiders and Outsiders, Journal of Financial Economics, 2–3(60) (2001) 285–331.
11. Madhavan, R. (2005), Managing M&A Strategically: From «Plug and Pray» To «Plug and Play». Ravi Madhavan's A&D Blog available at: <http://strategyscape.typepad.com/PlugPlay.pdf>.

12. Martirosyan, E., Vashakmadze, T. (2013), Introducing Stakeholder Based Frameworks for Post-Merger Integration Success. Global Business Conference Proceedings, p. 169–175, ISSN 1848-2252. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2211646>.
13. Savage, G.T., Nix, T.W., Whitehead, C.J., and Blair, J.D. (1991), Strategies for assessing and managing stakeholders, Academy of Management Executive, 5 (1991) 61–75.

Vashakmadze Teimuraz,

Senior Lecturer, Department of business and managerial strategy, The Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration; Director Fin-model.ru

Martirosyan Emil,

*Associate Professor, Institute of Business Studies (IBS-Moscow) within the Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration;
Chief Commercial LLC «Grosflex»*

Sergeeva Anastasia,

*Postgraduate student, Department of general and strategic management,
The Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration*

Abstract

Strategic development and value of the company are strongly influenced by different groups of internal and external stakeholders such as shareholders, top-management, personnel, clients, suppliers, banks and others. Considering the growing M&A activity, there is a high need for a stakeholder based management system and metrics to trace the interests of all stakeholders that can be used by practitioners. This paper develops a conceptual framework of the stakeholder management model for M&A deals, called the SUN Cube (Martirosyan and Vashakmadze, 2013) and shows how the SUN Cube framework can be used in capturing synergies during the post-merger integration process.

Aswath Damodaran (Damodaran, 2005) defines synergy as “the additional value that is generated by combining two firms, creating opportunities that would not have been available to these firms operating independently.” Usually, investment professionals use cash flow models for the valuation of synergy in mergers and acquisitions. In our paper we employ valuation multiples such as the price to book ratio for defining the synergy. From this model we can state that the combined (united) company can achieve synergy via maximization of return on equity (ROE), risk reduction and growth maximization.

To identify company value drivers, we perform ROE decomposition approaching the ertsgamma model (Vashakmadze, 2012). We suggest that the SUN Cube model can be used for each 12 factors. Managers will need to identify the stakeholders that will have a direct impact on each factor, and each factor will be analyzed via 4 perspectives of the SUN cube: Run Rate, Transparency Rate, Multiplication Rate, Transmission Rate. The SUN Cube scorecard shows target and actual values for each perspective, and perspective is decomposed by three stakeholder levels. We believe that the higher the actual value is, the more controllable and manageable the synergy effects are.

JEL: G34

Key words: mergers and acquisitions, stakeholders, synergy, integration, company value, ESG.

References

1. Baiburina E.R., Zhukovets O.S. Kontsepsiia analiza setevogo kapitala kak draivera stoimosti kompanii [Concept of analysis of network capital as a corporate value driver]. Korporativnye finansy [Corporate finance], 2009.
2. Bruner R. Does M&A pay? A survey for the decision-maker. Journal of Applied Finance, 2002, 12, pp. 48–60.
3. Damodaran A. The Value of Synergy, 2005. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=841486> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.841486>.

4. Donaldson T., Preston L.E. The stakeholder theory of the corporation: Concepts, evidence, and implications. *Academy of Management Review*, 1995, 20, pp. 65–91.
5. Freeman R.E. *Strategic Management: A stakeholder approach*. Boston: Pitman, 1984.
6. Houston J., James C., Ryngaert M. Where do merger gains come from? Bank mergers from the perspective of insiders and outsiders. *Journal of Financial Economics*, 2001, 2–3(60), pp. 285–331.
7. Ivashkovskaia I.V. Steikkholderskii podkhod k upravleniiu, orientirovannomu na prirashchenie stoimosti kompanii [Stakeholder approach to value based management]. *Korporativnye finansy [Corporate finance]*, 2012, № 1(21), pp.14–23.
8. Jawahar I.M., McLaughlin G.L. Toward a descriptive stakeholder theory: An organizational life cycle approach. *Academy of Management Review*, 2001, 26, pp. 397–414.
9. Madhavan R. Managing M&A strategically: From «plug and pray» to «plug and play». Ravi Madhavan's A&D Blog, 2005. Available at: <http://strategyscape.typepad.com/PlugPlay.pdf>.
10. Martirosyan E., Vashakmadze T. Introducing stakeholder based frameworks for post-merger integration success. *Global Business Conference Proceedings*, 2013, p. 169–175. ISSN 1848-2252. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2211646>.
11. Sanin V.V. Balans i konflikt interesov steikkholderov v strategicheskikh i biznes-planakh kompanii [Balance and conflict of stakeholder interests in strategic and business plans of a company]. *Korporativnye finansy [Corporate finance]*, 2009, № 2 (10), pp. 112–132.
12. Savage G.T., Nix T.W., Whitehead C.J., Blair, J.D. Strategies for assessing and managing stakeholders. *Academy of Management Executive*, 1991, 5, pp. 61–75.
13. Vashakmadze T. Sravnitel'nyi analiz biznes-modelei kompanii [Comparative analysis of corporate business models]. *Ekonomika i zhizn' [Economics and life]*, 16 November 2012, № 45/9461.

В последнее время популярной темой стал анализ работы советов директоров российских компаний. При этом зачастую не учитывается обширная лучшая практика в этих вопросах, накопленная в мире, и многие направления анализа упускаются или получают неполную интерпретацию. В то же время российские компании зачастую не замечают возможности существенного улучшения представления и работы их Советов директоров, которые легко реализуются на практике и могут привести к существенному росту качества корпоративного управления в глазах инвесторов и акционеров, а следовательно, откроют перспективы роста стоимости и капитализации российских компаний. Данная статья является второй из статей, посвященных анализу совета директоров компаний.

JEL: G34

Ключевые слова: корпоративное управление, акционеры, совет директоров

Независимые директора должны быть самокритичными, объективными и системными в суждениях об эффективности собственного совета директоров. Решение о реноминации должно основываться на активной оценке показателей работы директора и оценке того, продолжает ли директор соответствовать задачам компании. Для каждого директора необходим набор компетенций и умений, который должен не только сохранять релевантность, но и соответствовать изменениям в бизнесе компании. Все директора должны быть в высокой степени вовлечены в работу совета директоров и комитетов. Самооценка совета директоров и комитетов дает возможность выявить области для совершенствования их работы. Она не должна стать рутинной процедурой. Не имеет значения, какие методы используются для сбора мнений директоров, каждый год оценка должна иметь своим результатом сфокусированные решения совета директоров по областям для совершенствования работы в следующем периоде.

Проблема эффективности работы совета директоров и процесс ее оценки привлекают существенное внимание глобального рынка. Европейская Комиссия рекомендует проводить ежегодную оценку показателей работы совета директоров. Эта оценка должна охватывать такие вопросы, как членство, организация работы и результативность совета как группы, компетентность и эффективность каждого члена совета директоров, и то, как эффективно работал совет директоров при его оценке по набору объективных критериев. На многих рынках широко принятой практикой становится и оценка работы комитетов, а также и индивидуальная оценка каждого из директоров, что положительно рассматривается инвесторами. Во многих компаниях также предусматриваются встречи неисполнительных директоров с председателем совета директоров для оценки показателей его работы.

При анализе оценки совета директоров речь идет, как правило, об:

- оценке всего совета директоров,
- оценке комитетов совета директоров,
- оценке отдельных директоров,
- оценке председателя совета директоров.

Среди типичных положительных моментов можно назвать проведение внутренней оценки (самооценки) и внешней независимой оценки совета директоров и комитетов совета директоров.

Среди типичных проблемы, встречающихся в ходе такого анализа, можно выделить непроведение оценки совета директоров или неопубликование результатов этой оценки с комментариями и планом действий по устранению выявленных в ходе оценки недостатков в годовом отчете или на сайте.

1. Доктор эконом. наук, профессор кафедры экономики и финансов фирмы НИУ ВШЭ.

Считается, что неисполнительные директора должны иметь возможность встречаться без участия представителей менеджмента и что эта возможность является критически важной для адекватного контроля компании, т.к. некоторые из топ-менеджеров являются членами совета директоров и могут повлиять на его объективность.

У совета директоров также должно быть право привлечения внешнего советника или консультанта по своему выбору, и для этого совета директоров не требуется обсуждение с менеджментом или его согласие, и совет должен располагать соответствующим ресурсами.

При анализе самостоятельности совета директоров в решениях и действиях без участия менеджмента речь идет, как правило, о следующем (в компании должна быть формализованная политика, разрешающая это):

- могут ли встречаться неисполнительные директора без участия менеджмента;
- могут ли директора нанять консультанта без одобрения менеджмента.

Среди типичных положительных моментов можно назвать:

- регулярность встреч неисполнительных и независимых директоров без участия менеджмента компании;
- случаи найма консультанта без одобрения менеджмента.

Среди типичных проблем, встречающихся в ходе такого анализа, можно выделить:

- отсутствие раскрытия информации по данным вопросам в годовом отчете или на сайте компании;
- отсутствие формализованных политик в этой области.

Считается, что кворум при принятии решений совета директоров обеспечивается участием простого большинства его членов. Из этого большинства для принятия решения достаточно голосов «за» со стороны половины присутствующих на заседании. Такой подход необходим для того, чтобы при формировании совета директоров учитывались потенциальные возможности директоров, представляющих (или аффилированных) основных акционеров, а также для того, чтобы такие директора не могли принимать решение без участия других директоров. Считается, что идеальным было бы введение обязательного голосования «за» как минимум одним независимым директором по любому вопросу для его принятия советом, хотя такое требование на практике встречается довольно редко.

В некоторых компаниях при равенстве голосов предусматривается повторное голосование, когда председатель совета директоров может использовать дополнительный голос. Специалисты в области корпоративного управления не приветствуют эту практику, т.к. она ведет к конфликту интересов и потенциальному неравенству среди директоров.

При анализе вопросов кворума на заседаниях совета директоров речь идет, как правило, о:

- наличии в документах компании требований к кворуму для принятия решений;
- необходимости голосования простого или квалифицированного большинства присутствующих или иной подход (фиксирование доли членов совета директоров) для принятия решения.

Вот типичные положительные моменты такого подхода:

- наличие определения кворума в уставе и положении о совете директоров и требования к присутствию членов совета директоров для принятия формальных простых решений (стандартно 50%);
- наличие требования того, что по крайней мере один независимый или председатель одобрили решение (проголосовали «за»).

А таковы типичные проблемы, встречающиеся в ходе такого анализа:

- отсутствие требования, что по крайней мере один независимый директор или председатель совета одобрили любое решение совета (проголосовали «за»);

- наличие дополнительного голоса у председателя совета директоров при равенстве голосов.

Комитет по аудиту помогает совету директоров, гарантируя, что финансовые отчеты и другая аналогичная распространяемая публично информация дает аккуратную и полную картину происходящего в компании; а также комитет ведет мониторинг процедур, установленных в компании для оценки и управления рисками с точки зрения их наличия, адекватности и соблюдения.

Общей практикой является то, что в комитет по аудиту входят только неисполнительные директора. В зависимости от рынка все (в идеале) или, по крайней мере, большинство членов комитета по аудиту должны быть независимыми директорами, т.к. в этой сфере высока вероятность конфликта интересов.

Некоторые кодексы корпоративного поведения предусматривают, что председатель совета директоров или бывший топ-менеджер компании, ставший директором, не должен быть председателем комитета по аудиту.

При анализе комитета по аудиту стандартные его направления – примерно такие же, как и для совета директоров в целом, и речь идет, как правило, о:

- наличии комитета по аудиту;
- размере комитета по аудиту;
- составе и структуре (числе исполнительных и неисполнительных, в т.ч. независимых, директоров), которые должны быть раскрыты и прокомментированы в отчетности компании;
- требованиях к характеристике председателя комитета (независимость и ее обоснование);
- присутствии председателя совета директоров в составе комитета;
- присутствии иных, не директоров, лиц в составе комитета;
- числе заседаний;
- присутствии членов комитета на заседаниях.

Среди типичных положительных моментов можно назвать:

- наличие комитета по аудиту;
- размер комитета по аудиту, адекватный размеру совета директоров;
- участие в комитете по аудиту только независимых директоров;
- запрет председателю совета директоров на председательствование или даже участие в комитете по аудиту.

Среди типичных проблем, встречающихся в ходе такого анализа, можно выделить:

- недостаточное раскрытие информации о работе комитета по аудиту (структура, число заседаний, явка и т.п.);
- доля не независимых директоров в комитете по аудиту, превышающая 20%.

На большинстве рынков комитет по назначениям и вознаграждениям несет ответственность за выработку политики в отношении размера и состава совета директоров, а также за подбор и номинирование членов совета директоров (в особенности на незанятые позиции). Комитет может воспользоваться поддержкой со стороны компании и прежде всего СЕО при поиске и отборе потенциальных кандидатов, но отбором директоров для номинирования должны заниматься только независимые директора. В России в силу уникальности процедур подбора и номинирования директоров комитеты по назначениям заняты в основном подбором топ-менеджеров, а не директоров.

Принимая во внимание, что директора осуществляют надзор за менеджментом, а также несут ответственность за планирование преемственности менеджмента, комитет по назначениям должен состоять исключительно (в идеале) или в большинстве из независимых директоров.

В некоторых случаях (и в особенности в России), комитет по назначениям объединяется с комитетом по вознаграждениям. Хотя в мировой практике вопросами вознаграждения, как правило, занимается другой комитет – по человеческим ресурсам, т.к. считается, что объединение комитетов может привести к конфликту интересов.

Комитет по вознаграждениям вырабатывает рекомендации и набор правил по системе вознаграждения топ-менеджеров. Понятно, что менеджмент и исполнительные директора не могут участвовать в этой работе и вопросы должны быть оставлены для решения неисполнительными директорами и акционерами.

Значение комитета по вознаграждениям заключается в том, что совет директоров должен быть уверен, что, играя важную роль в формировании процесса поощрения топ-менеджеров, он действует по возможности объективно и профессионально. Комитет по вознаграждениям должен состоять исключительно из неисполнительных директоров, а лучшая практика требует, чтобы это были директора, независимые от менеджмента компании.

Некоторые национальные кодексы корпоративного поведения предусматривают, что председатель совета директоров не должен входить в этот комитет, а тем более возглавлять его.

На некоторых рынках (например, в Скандинавии) комитет по назначениям включает представителей акционеров. Некоторые рассматривают данную практику как позитивную, т.к. она позволяет миноритарным акционерам оказывать непосредственное и прямое влияние на решения о составе совета директоров. Основания, лежащие в основе этого предположения, заключаются в том, что отбор будущих членов совета в сотрудничестве с акционерами приведет к тому, что советы директоров будет независимы, менеджерское влияние на этот процесс исчезнет или ослабнет. При применении данного подхода могут встретиться проблемы, т.к. во многих случаях акционеры недостаточно активны в вопросах сотрудничества с советом директоров.

При анализе комитета по назначениям и вознаграждениям стандартные направления анализа – те же, что и в случае с комитетом по аудиту:

- наличие комитета по назначениям, комитета по вознаграждениям или комитета по назначениям и вознаграждениям;
- объединение или разделение комитета по назначениям и комитета по вознаграждениям;
- размер комитета по назначениям, комитета по вознаграждениям или комитета по назначениям и вознаграждениям;
- раскрыть и прокомментировать состав и структуру (число исполнительных и неисполнительных, в т.ч. независимых директоров) ;
- требования к характеристике председателя (независимость);
- присутствие председателя совета директоров в составе;
- присутствие не директоров в комитете по назначениям, комитете по вознаграждениям или комитете по назначениям и вознаграждениям;
- число заседаний;
- присутствие членов комитета по назначениям, комитета по вознаграждениям или комитета по назначениям и вознаграждениям на заседаниях.

Среди типичных положительных моментов можно назвать:

- адекватность размера комитета по назначениям, комитета по вознаграждениям или комитета по назначениям и вознаграждениям лучшей практике;

- уровень независимости комитета по назначениям, комитета по вознаграждениям или комитета по назначениям и вознаграждениям, превышающий 75%;
- отсутствие менеджеров в составе комитета по назначениям, комитета по вознаграждениям или комитета по назначениям и вознаграждениям и его формирование исключительно из директоров;
- низкий уровень представительства контролирующего или ведущих акционеров;
- отсутствие председателя совета директоров в составе комитета по назначениям, комитета по вознаграждениям или комитета по назначениям и вознаграждениям.

Среди типичных проблем, встречающихся в ходе такого анализа, можно выделить:

- зависимость председателя комитета по назначениям, комитета по вознаграждениям или комитета по назначениям и вознаграждениям;
- недостаточное раскрытие информации о работе комитета по назначениям, комитета по вознаграждениям или комитета по назначениям и вознаграждениям (структура, число заседаний, присутствие и т.п.).

Вопросы управления рисками и внутреннего аудита напрямую не относятся к анализу совета директоров, однако тесно связаны с ним.

Раскрытие данных об оплате услуг внешнего независимого аудитора необходимо для того, чтобы инвесторы и акционеры получили представление о сложившихся отношениях. Оплата услуг, не относящихся к аудиторским, таких как деловой и управленческий консалтинг, налоговый консалтинг, а также услуг выполнения специальных видов аудита, рискует создать у аудитора финансовую заинтересованность в клиенте. Это может угрожать независимости аудитора. Способность аудитора оставаться независимым и объективным может быть поставлена под вопрос, если оплата за такого рода услуги сопоставима с платой за внешний ежегодный аудит. Между этими двумя видами услуг должен существовать существенный разрыв в размере оплаты (как правило, соотношение 75% к 25%).

Раскрытие информации об оплате услуг аудитора может быть информативным как для других аудиторских компаний, так и для их клиентов с точки зрения возможности сопоставления этого уровня с суммами, выплачиваемыми другими игроками рынка. Это снижает асимметрию информации и ведет к назначению более точных цен.

Независимый внешний финансовый аудит представляет собой важный фактор корпоративного управления, т.к. делает менеджмент подотчетным акционерам в вопросах служения компании. Мнение аудитора является критически важным для обеспечения уверенности в том, что представленная финансовая отчетность компании корректна и лишена существенных (материальных) неточностей.

Рестейтмент (пересчет), предлагаемый аудитором, представляет собой ревизию выпущенной компанией отчетности для отражения в ней корректировок выявленных ошибок. Среди такого рода ошибок можно выделить неточности в признании доходов, измерении, представлении или раскрытии финансовых данных, арифметические ошибки, промахи в применении стандартов аудита, неточности в интерпретации (пропуск, переоценка или недооценка) событий в отчетном периоде и прежде всего платежей в адрес акционеров (распределении). В случае обнаружения ошибки требуется рестейтмент (пересчет), если ошибка может рассматриваться в качестве существенной. Рестейтмент финансовой отчетности из-за неправильной интерпретации или неточностей учета представляет собой риск для акционеров и может привести к возникновению значительных репутационных, правовых или финансовых рисков.

Миссия регулятора фондового рынка заключается в защите инвесторов и рынка в целом путем выявления случаев обмана или неосознанного введения в заблуждение инвесторов и проведения соответствующих расследований, являются ли такие случаи результатом нарушения законодательства в области ценных бумаг. Выявленные регулятором нарушения

могут привести к существенным штрафам для эмитента и таким образом повлиять на репутацию компании или ее стоимость.

Лучшая практика – если по крайней мере один член комитета по аудиту обладает навыками современной и релевантной экспертизы в области финансов. Члены совета директоров и комитета по аудиту, рассматриваемые в качестве финансовых экспертов, помимо прочего должны обладать документально подтвержденными знаниями и навыками в области аудита. Определение эксперта – члена комитета по аудиту – наиболее полно разработано в США. Согласно комиссии по ценным бумагам (SEC), тот факт, что лицо ранее работало в составе комитета по аудиту, сам по себе не является основанием для того, чтобы рассматривать его в качестве эксперта.

Способность службы внутреннего аудита (контроля) достичь и сохранить независимость и объективность в существенной мере зависит от ее подчиненности. Важным является то, чтобы служба внутреннего аудита (контроля) была структурно независима и не подчинена менеджменту.

В качестве лучшей практики рассматривается случай двойного подчинения. С точки зрения стратегических направлений, отчетности, функционала и авторитетности служба внутреннего аудита (контроля) должна отчетываться перед высшим контролером, которым может выступать комитет по аудиту совета директоров. Административно служба внутреннего аудита (контроля) может быть подчинена менеджменту.

Если структура двойного подчинения не введена, менеджмент имеет возможность неправомерно влиять на службу внутреннего аудита (контроля), что представляет собой серьезный конфликт интересов, а также ограничивает возможности и ведет к компромиссной позиции службы внутреннего аудита (контроля).

В случае России положение осложняется тем, что наряду со службой внутреннего аудита (контроля) в российских компаниях имеются ревизионные комиссии, неподотчетные совету директоров и работающие напрямую на акционеров.

При анализе работы совета директоров, а также требований к директорам и топ-менеджерам в вопросах внешнего независимого аудита и службы внутреннего аудита (контроля) речь может идти, как правило, об:

- уровне оплаты услуг независимого внешнего аудитора;
- доходах от оказания неаудиторских услуг аудируемой компании внешним независимым аудитором;
- положительной или отрицательной оценке, сделанной в аудиторском заключении;
- наличии и уровне рестейтментов (корректировок) в отчетности, сделанных по предложению аудитора;
- наличии нарушений, выявленных регулятором,
- наличии финансового эксперта в составе комитета по аудиту;
- линии подчиненности и отчетности службы внутреннего аудита (контроля);
- отношений совета директоров, службы внутреннего аудита (контроля) с ревизионной комиссией.

Среди типичных положительных моментов можно назвать:

- раскрытие данных о доходах от оказания неаудиторских услуг независимым аудитором;
- раскрытие данных о рестейтментах и объеме корректирующих проводок;
- раскрытие данных о действиях регулятора и комментарии по ним в отношении компании.

Среди типичных проблем, встречающихся в ходе такого анализа, можно выделить:

- нераскрытие данных об оплате услуг аудитора и невыделение данных об оплате аудитору неаудиторских услуг;
- недостаточно четкое указание на то, кто в совете директоров может рассматриваться в качестве финансового эксперта и на каких основаниях;
- недостаточно четкий комментарий различий в деятельности службы внутреннего аудита (контроля) и ревизионной комиссии на сайте компании и в годовом отчете;
- недостаточно четкое объяснение системы подчинения и подотчетности службы внутреннего аудита (контроля) (двойная или одинарная линия) и неполное раскрытие процедуры утверждения руководителя службы внутреннего аудита (контроля) – советом директоров или комитетом по аудиту.

Все компании в своей работе сталкиваются со значительным числом внутренних и внешних рисков. Считается, что совет директоров несет основную ответственность за выявление профиля рисков компании и его мониторинг, для того чтобы быть уверенным, что компания работает эффективно. Потеря репутации советом директоров в случае, если компания оказалась неспособной управлять рисками, выступает основной угрозой для совета. В то время как совет директоров не может и не должен быть вовлечен в повседневную работу по управлению рисками, важно, чтобы он обеспечил должный надзор в области управления рисками в компании. Совет директоров и соответствующие комитеты должны работать с менеджментом для продвижения и активного развития корпоративной культуры и среды, которая способна адекватно понимать и применять систему управления рисками.

При анализе работы совета директоров по управлению рисками речь идет, как правило, о следующем:

- имеется ли в компании политика по управлению рисками;
- кто определяет политику и кем она одобряется (как правило, это совет директоров), что должно быть раскрыто на сайте компании и в годовом отчете;
- пересматривается ли и одобряется ли эта политика совета директоров на регулярной основе.

Среди типичных положительных моментов можно назвать раскрытие вопросов пересмотра политика управления рисками, в т.ч. кем и как часто это выполняется (глобальная практика – советом директоров и по крайней мере ежегодно), и наличие соответствующей информации на сайте компании и в годовом отчете.

Среди типичных проблем, встречающихся в ходе такого анализа, можно выделить недостаточный уровень раскрытия и отсутствие комментариев роли совета директоров в утверждении и изменении политики.

К вопросам управления рисками примыкают связанные сделки. Группы компаний и концентрация собственности широко распространены в мире. В этих условиях связанные сделки заключаются в основном с контролирующими акционерами или с членами групп компаний. Эти сделки могут выступать средством для контролирующих акционеров и менеджмента для извлечения выгод из компании за счет миноритарных акционеров. Поэтому связанные сделки должны соответствующим образом идентифицироваться, выявляться и раскрываться в корпоративной информационной системе, на сайте компании и в годовом отчете.

Совет директоров и в особенности независимые директора должны настаивать на том, чтобы в компании была политика, направленная на снижение влияния конфликта интересов. Любые сделки между компанией и доминирующими акционерами или инсайдерами должны получать одобрение директоров, которые не имеют финансовых, семейных или личных интересов в этих сделках. Более того, эти директора должны настоять на том, чтобы эти сделки совершались на справедливых условиях, согласованных в ходе переговоров.

При анализе совета директоров с точки зрения связанных сделок среди стандартных направлений анализа можно назвать:

- участие директоров в такого рода сделках;
- если это участие выявлено, то входили ли директора, принимающие в них участие, в ключевые комитеты;
- участвовал ли в сделках единоличный исполнительный орган.

Среди типичных положительных моментов, выявленных в ходе такого анализа, можно назвать:

- отсутствие связанных сделок;
- при наличии – то, что связанные сделки (сделки с заинтересованностью) строго и четко регулируются;
- полное раскрытие информации о связанных сделках, включая раскрытие сторон.

Среди типичных проблем, встречающихся в ходе такого анализа, можно выделить:

- наличие сделок с заинтересованностью;
- отсутствие в материалах к заседаниям совета директоров обоснований рыночных цен в следках с заинтересованностью.

Вопросы вознаграждения напрямую не относятся к вопросам анализа совета директоров, но связаны с ними.

Вознаграждение топ-менеджеров, как правило, состоит из двух компонентов: фиксированной и переменной части. Переменная часть в виде наличных или акций, как правило, привязана к характеристикам работы компании и ответственности, которую несет получатель вознаграждения. Тем не менее общество часто отмечает несоответствие уровня показателей работы компании и вознаграждения топ-менеджеров. Нередки случаи необоснованного перераспределения стоимости от компании, акционеров и стейкхолдеров к менеджменту, что является результатом неадекватной политики или структуры вознаграждения.

Годовые бонусы выступают стандартным компонентом переменной части вознаграждения фактически в любой прибыльной компании. Важно, чтобы компании ограничивали размер бонусов сверху для топ-менеджеров, так, чтобы это ограничение было привязано к уровню фиксированной части и должным образом раскрывалось для каждого топ-менеджера.

Компании часто используют схемы вознаграждения топ-менеджеров и других служащих с использованием акций в качестве поощрения, т.е. для долгосрочной ориентации на рост стоимости компании через возможность воспользоваться частью результатов такого роста. В случае правильного структурирования данная форма вознаграждения может объединить усилия топ-менеджеров и служащих с интересами акционеров и инвесторов компании без дополнительной нагрузки на ее денежные потоки.

К сожалению, большинство опционных планов фокусируются на критериях краткосрочных показателей, что может оказать негативное влияние на долгосрочную устойчивость компании. Обычным для компаний является предоставление топ-менеджерам опционов, когда рост стоимости акций над ценой их покупки является основным, а часто и единственным условием получения вознаграждения. Другой популярной формой выступают неголосующие (restricted) акции, распространяемые по истечении определенного периода пребывания в компании топ-менеджеров или ключевых служащих.

В дополнение к показателям, служащим условием получения вознаграждения в виде акций, для инвестора могут быть интересны и другие характеристики опционных планов, например, такие как период перехода права собственности на акции (vesting), период владения ими (holding), наличие скидок, уровень размывания полученных акций, уровень затрат (burn rate).

Корпоративные займы были важной частью компенсационного пакета топ-менеджеров в США с 1980-х годов, а с 1990-х годов получили распространение и в других странах. Эти займы

выпускаются прежде всего для оплаты акций и при исполнении опционов. Однако нередки случаи, когда займы предоставляются и на иные цели, в т.ч. на улучшение или приобретение недвижимости.

Многие займы структурированы таким образом, что его часть или весь займ не требует возврата, если менеджер остается в компании в течение определенного срока (это называется «золотые наручники»). Погашение займов часто предусматривает существенные отсрочки, а сами займы не требуют залога, предоставляются как беспроцентные или под нерыночный процент, а также предусматривают некоторые налоговые льготы. Считается, что корпоративные займы осушают поток наличности компании и в некоторых странах позволяют скрыть то, что топ-менеджер продает акции своей компании, т.к. продажа акций для погашения займа не требует раскрытия. В США в настоящее время займы топ-менеджерам вообще запрещены законом.

Политика вознаграждения директоров должна обеспечить справедливость и адекватность этого вознаграждения. При назначении вознаграждения должна приниматься во внимание ответственность директоров, время, требуемое для выполнения ими роли в качестве директора, вариативность нагрузки, связанной с работой в комитетах совета директоров.

Фиксированное вознаграждение за работу в совете директоров плюс надбавки за председательствование или работу в комитетах выступают в качестве наиболее широко используемой и принятой практики вознаграждения директоров. Также директорам обычно возмещаются затраты, связанные с выполнением ими своих функций, такие как оплата проезда и проживания.

При установлении размера вознаграждения необходимо ориентироваться на рыночные и отраслевые стандарты, чтобы это вознаграждение не стало чрезмерным.

Политика вознаграждения директоров, как правило, не охватывает опционы. Вознаграждение акциями выступает своего рода альтернативой вознаграждению в денежной форме. Считается, что симметричность структуры вознаграждения директоров структурам, используемым для топ-менеджеров, может дискредитировать независимость директоров и объединить их интересы с менеджментом, а не с акционерами.

Компенсации на случай увольнения и пенсионные планы также неприемлемы, т.к. могут воспрепятствовать объективности директора и увеличить его финансовую зависимость от компании.

Выдача корпоративных необеспеченных беспроцентных займов, предоставляемых для приобретения директорами акций или для иных целей, также рассматривается в качестве проблематичной практики.

Считается, что специальное руководство по владению акциями компании топ-менеджерами и директорами выступает одним из способов объединения интересов директоров, топ-менеджеров и акционеров. Это руководство представляет собой политику, требующую от топ-менеджеров и директоров достижения определенных показателей за определенный период времени. Целью наделения топ-менеджеров и директоров акциями выступает рост их стоимости и ориентация на рост этой стоимости на долгосрочном горизонте времени. Это руководство также направлено на то, чтобы устранить риск ориентации топ-менеджеров и директоров на краткосрочные результаты в ущерб долгосрочным. Такие руководства сегодня выступают ключевым компонентом компенсационной политики в большинстве крупных компаний и рассматриваются как часть лучшей практики в области корпоративного управления.

От топ-менеджеров и директоров обычно требуется принять решение, будут ли они получать вознаграждение в денежной форме или в виде определенного фиксированного числа акций. Использование фиксированного числа акций позволяет избежать влияния волатильности их цены, хотя значительное падение цены акций может оставить топ-менеджеров с существенно меньшим пакетом акций по стоимости.

Компании обычно устанавливают период, требуемый для перехода права собственности на акции. Окно возможностей, как правило, имеет продолжительность 3–5 лет и открывается вместе с планом или в момент прихода директора в компанию, если план уже действует.

Другая структура руководства предусматривает период владения. Она требует, чтобы директор или топ-менеджер владел акциями в течение определенного периода до момента исполнения опциона, и направлена на защиту от внезапных изменений цены акций.

При анализе совета директоров с точки зрения вознаграждений и назначений стандартными направлениями анализа выступают:

1. фиксированная часть вознаграждения топ-менеджеров:
 - базовая компенсация единоличного исполнительного органа;
 - изменения этого базового вознаграждения за год;
 - общее вознаграждение единоличного исполнительного органа;
 - соотношение фиксированной части и общего вознаграждения единоличного исполнительного органа;
 - соотношение вознаграждения КИО и следующего по величине вознаграждения в компании;
2. переменная часть вознаграждения топ-менеджеров, показатели, к которым привязан ее размер;
3. корпоративные займы;
4. вознаграждение совета директоров:
 - вознаграждение всем директорам или только независимым или неисполнительным директорам;
 - базовое вознаграждение директора;
 - дополнительное вознаграждение за членство или председательство в комитетах;
 - дополнительное вознаграждение (или штрафы) за участие в заседаниях совета директоров и/или комитетов;
 - компенсация затрат на участие в заседаниях совета директоров или комитетов;
 - участие директоров в опционных планах;
 - выплата директорам годовых бонусов в зависимости от показателей работы компании;
 - пенсионные планы для директоров;
 - предоставление корпоративных займов директорам;
5. наличие руководства (guidelines) по владению акциями для директоров и топ-менеджеров;
6. данные по владению акциями директорами и топ-менеджерами;
7. наличие и уровень раскрытия опционных планов;
8. участие в пенсионных программах.

Среди типичных положительных моментов можно назвать:

- наличие положения о вознаграждении совета директоров и топ-менеджеров (размер, охват членов совета директоров (все или только независимые), надбавки за председательство и за работу в комитетах (в т.ч. председательство), компенсации расходов);
- раскрытие вознаграждения директоров и топ-менеджеров (суммарно, с детализацией по видам);
- раскрытие индивидуальных данных по вознаграждению (в годовой отчетности и/или

на сайте, что делает эти данные доступными не только для настоящих, но и для потенциальных будущих акционеров);

- наличие ограничений сверху на бонусы по размеру – положительно и особенно если эти ограничения установлены как количественные.

Среди типичных проблем, встречающихся в ходе такого анализа, можно выделить:

- неприведение данных по постоянной и переменной части вознаграждения топ-менеджеров;
- боязнь раскрывать данные о вознаграждении топ-менеджеров – как с точки зрения политики, так и размера (хотя в России это общая практика, в мире ситуация иная и информация раскрывается полностью);
- отсутствие четкой декларации об отсутствии или наличии корпоративных займов и их условиях;
- то, что компания не имеет опционного плана и не видит его преимуществ перед другими формами вознаграждения, основывающимися на денежных потоках компании.

Представляется, что советы директоров в России могут и должны сделать все, что в их силах, для улучшения уверенности и доверия инвесторов и других ключевых стейкхолдеров, которые зависят от компании, а также для повышения ее стоимости и роста капитализации. Если коротко охарактеризовать особенности анализа совета директоров по некоторым направлениям и его результаты применительно к лучшим практикам России в сопоставлении с международной практикой, то можно выделить некоторые очевидные с точки зрения зарубежных акционеров недостатки, которые довольно легко устранимы и, следовательно, могут быть устранены незамедлительно.

Список литературы

1. Масленникова М., Степанова А., Влияние структуры собственности на эффективность деятельности на примере российских и бразильских компаний // Корпоративные финансы. 2010. № 3(15). С. 35–46 URL: [http://cfjournal.hse.ru/2010--3%20\(15\)/26551514.html](http://cfjournal.hse.ru/2010--3%20(15)/26551514.html).
2. Старюк, П.Ю. Корпоративное управление и рыночная капитализация российских компаний: институциональные аспекты и эмпирические зависимости: Корпоративные финансы: перспективы и реальность / под. ред. Т.В.Тепловой М: ГУ-ВШЭ, 2004. С. 62–68.
3. Пирогов Н., Бобрышев Н. Взаимосвязь агентских издержек и структуры собственности на примере российских и восточноевропейских компаний // Корпоративные финансы. 2009. № 2(10). С. 40–56. URL: [http://cfjournal.hse.ru/2009--2%20\(10\)/26561287.html](http://cfjournal.hse.ru/2009--2%20(10)/26561287.html).
4. Demsetz, H., Lehn, K. (1985), The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences, Journal of Political Economy, 93(6) (1985) 1155–1177.
5. Ehrhardt, O., Nowak, E., Weber F.-M. (2006), Running in the family: the evolution of ownership, control, and performance in German family-owned firms, 1903–2003. Working Paper.
6. Ferreira, M., Matos, P. (2008), The colors of investors' money: the role of institutional investors around the world, Journal of Financial Economics, 88 (2008) 499.
7. Fleming, G., Heaney, R., McCosker, R. (2004), Agency costs and ownership structure in Australia, Pacific-Basin Finance Journal, 13(1) (2004) 29–52.
8. Gianetti, M., Laeven, L., (2008), Pension reform, ownership structure and corporate governance: evidence from a natural experiment, Review of Financial Studies, 22(10) (2008) 4091–4127.
9. Hermalin, B., Weisbach, M. (1991), The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance, Financial Management, 20 (1991) 101–112.

10. Himmelberg, C., Hubbard, R.G., Palia, D. (1999), Understanding the Determinants of Manager Ownership and the Link between Ownership and Firm Performance, *Journal of Financial Economics*, 53 (1999) 353–384.
11. Ivashkovskaya, I., Zinkevich, N. (2009), The relationship between corporate governance and company performance in concentrated ownership systems: The case of Germany // *Корпоративные финансы*. 2009. № 4(12). С. 34–56. URL: [http://cfjournal.hse.ru/2009-4%20\(12\)/26553602.html](http://cfjournal.hse.ru/2009-4%20(12)/26553602.html).
12. John, C., Coffee, Jr. (2002), Racing Towards the Top?: The Impact of Cross-Listings and Stock Market Competition on International Corporate Governance, 102 *Colum. L. Rev.* 1757 (2002).
13. La Porta, R., Lopez de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R.W. (1999), Investor Protection and Corporate Governance. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=183908> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.183908>.
14. LaPorta, R., Lopez de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R.W. (1996), Law and Finance. Harvard Institute of Economic Research. Working Papers 1768, Harvard – Institute of Economic Research.
15. LaPorta, R., Lopez de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R.W. (2000), Agency Problems and Dividend Policies around the World, *Journal of Finance*, American Finance Association, 55(1) (2000) 1–33.
16. McConnell, J.J., Servaes, H. (1990), Additional evidence on equity ownership and corporate value. Additional evidence on equity ownership and corporate value. Purdue University, West Lafayette, IN 47907, USA.
17. Morck, R., Vishny, R. (1988), Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis, *Journal of Financial Economics*, March (1988).
18. The Role of Corporate Governance in Investor Confidence: What Can Russian Boards Do? (Holly J. Gregory Partner, Weil, Gotshal & Manges LLP) Russia 2012: Deloitte Event – May 30, 2012.

Abstract

This article is the second episode of our study that concentrates on the Board of directors. The main goal of the study is to show perspectives of the growth of the value of Russian companies that can be achieved by employing theoretical and empirical issues that have been already gathered by companies in developed countries. We suppose that these issues can significantly improve quality of corporate governance and, therefore, open a prospect for growth of the value and capitalization of Russian companies. In the article we have outlined three key methods of the Board quality assessment: employment of the external assessment, building up standard ratings and indices, and calculation of the residual growth after excluding fundamental factors of the growth of a company. The second part of the study concentrates on the problems of annual performance evaluation, the role of the chairman, the size and the structure of leading committees, the policy of the Board and directors' remuneration. We go into details describing each direction: its substance, methods, typical problems and positive issues. All in all, Russian Boards of directors should do their best to improve confidence of investors and other key stakeholders. We consider it possible to highlight some evident disadvantages that can be easily eliminated, so they should be eliminated immediately.

JEL: G34

Key words: corporate governance, stockholders, Board of directors.

References

1. Demsetz H., Lehn K. The structure of corporate ownership: Causes and consequences. *Journal of Political Economy*, 1985, 93(6), pp. 1155–1177.
2. Ehrhardt O., Nowak E., Weber F.-M. Running in the family: the evolution of ownership, control, and performance in German family-owned firms, 1903–2003. Working Paper, 2006.
3. Ferreira M., Matos P. The colors of investors' money: the role of institutional investors around the world. *Journal of Financial Economics*, 2008, 88, p. 499.
4. Fleming G., Heaney R., McCosker R. Agency costs and ownership structure in Australia. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2004, 13(1), pp. 29–52.
5. Gianetti M., Laeven L. Pension reform, ownership structure and corporate governance: evidence from a natural experiment. *Review of Financial Studies*, 2008, 22(10), pp. 4091–4127.
6. Hermalin B., Weisbach M. The effects of board composition and direct incentives on firm performance. *Financial Management*, 1991, 20, pp. 101–112.
7. Himmelberg C., Hubbard R.G., Palia D. Understanding the determinants of manager ownership and the link between ownership and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 1999, 53, pp. 353–384.
8. Ivashkovskaya I., Zinkevich N. The relationship between corporate governance and company performance in concentrated ownership systems: The case of Germany. *Korporativnye finansy [Corporate finance]*, 2009, № 4(12), pp. 34–56. Available at: [http://cfjournal.hse.ru/2009--4%20\(12\)/26553602.html](http://cfjournal.hse.ru/2009--4%20(12)/26553602.html).
9. John C., Coffee Jr. Racing towards the top? The impact of cross-listings and stock market competition on international corporate governance. *102 Colum. L. Rev.*, 2002, 1757.
10. La Porta R., Lopez de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W. Investor protection and corpo-

rate governance, 1999. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=183908> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.183908>.

11. LaPorta R., Lopez de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W. Law and Finance. Harvard Institute of Economic Research, Working Papers 1768, 1996.
12. LaPorta R., Lopez de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W. Agency problems and dividend policies around the world. *Journal of Finance*, American Finance Association, 2000, 55(1), pp. 1–33.
13. Maslennikova M., Stepanova A. Vliianie struktury sobstvennosti na effektivnost' deiatel'nosti na primere rossiiskikh i brazil'skikh kompanii [Influence of the corporate ownership on firm performance: Evidence from Russian and Brazilian companies]. *Korporativnye finansy* [Corporate finance], 2010, № 3(15), pp. 35–46. Available at: [http://cfjournal.hse.ru/2010-3%20\(15\)/26551514.html](http://cfjournal.hse.ru/2010-3%20(15)/26551514.html).
14. McConnell J.J., Servaes H. Additional evidence on equity ownership and corporate value. Additional evidence on equity ownership and corporate value. Purdue University, West Lafayette, IN 47907, USA, 1990.
15. Morck R., Vishny R. Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, March 1988.
16. Pirogov N., Bobryshev N. Vzaimosviaz' agentskikh izderzhek i struktury sobstvennosti na primere rossiiskikh i vostochnoevropeskikh kompanii [Interrelation of agency costs and corporate ownership: Evidence from Russian and Eastern and European companies]. *Korporativnye finansy* [Corporate finance], 2009, № 2(10), pp. 40–56. Available at: [http://cfjournal.hse.ru/2009--2%20\(10\)/26561287.html](http://cfjournal.hse.ru/2009--2%20(10)/26561287.html).
17. Stariuk, P.Iu. Korporativnoe upravlenie i rynochnaia kapitalizatsiia rossiiskikh kompanii: institutsional'nye aspekty i empiricheskie zavisimosti [Corporate governance and market capitalization of Russian companies: institutional aspects and empirical dependences]. In *Korporativnye finansy: perspektivy i real'nost'* [Corporate finance: perspectives and reality]. Ed. By T.V. Teplova. Moscow, State University HSE, 2004, pp. 62–68.
18. The Role of Corporate Governance in Investor Confidence: What Can Russian Boards Do? (Holly J. Gregory Partner, Weil, Gotshal & Manges LLP) Russia 2012: Deloitte Event – May 30, 2012.

СОВРЕМЕННЫЕ ИССЛЕДОВАНИЯ ОСОБЕННОСТЕЙ ПРИМЕНЕНИЯ МЕТОДА РЫНОЧНЫХ СРАВНЕНИЙ НА РАЗВИТЫХ И РАЗВИВАЮЩИХСЯ РЫНКАХ

Данилов Е.В.¹, Ибрагимова Х.К.², Нестеренко Е.А.³, Улугова А.Э.⁴, Чалов И.А.⁵

Метод рыночных сравнений заключается в сопоставлении рыночных цен акций компаний-аналогов и фактически достигнутых финансовых результатов. Несмотря на то что данный метод представляет собой достаточно простой подход к оценке стоимости компании по сравнению с доходным подходом, в процессе его применения возникает ряд вопросов, касающихся корректности выбора тех или иных мультипликаторов, точности полученной оценки, факторов межстрановых различий и корректировок, которые следует применять к выбранным мультипликаторам. С целью обобщения существующих подходов, а также особенностей исследований на развитых и развивающихся рынках в статье представлен обзор литературы по данной тематике.

JEL: G32

Ключевые слова: метод рыночных сравнений, мультипликаторы, сравнительный подход, развивающиеся рынки капитала, выбор мультипликаторов

Основной проблемой при оценке рыночной стоимости компании является обоснование адекватности выбранной методологии с учетом особенностей функционирования компании и внешней конъюнктуры рынка, что является важным как с практической, так и с теоретической точки зрения. Метод рыночных сравнений предполагает оценку капитала компании посредством выбора аналогичных компаний, что порождает необходимость наличия сформированного рынка с функционирующими сходными компаниями. Отсюда вытекает ряд сложностей данного метода, который приводит к необходимости более глубокого анализа.

Помимо существования различных подходов к применению сравнительного подхода в исследованиях выделяется большое количество потенциальных факторов, влияющих на различия мультипликаторов в разных странах, в силу чего возникает вопрос выбора корректировок для применения к показателям компаний с разных рынков, ввиду того что не существует абсолютно идентичных компаний даже в рамках одного рынка. Кроме того, понимание драйверов и детерминант применяемых мультипликаторов позволяет проводить более качественную оценку стоимости компании, а также принимать решения о выборе компаний-аналогов. Еще одной составной частью данного подхода является последующий анализ точности отражения оценки посредством выбранных мультипликаторов и соответственно минимизация данной погрешности. В научной литературе существует множество подходов и методов, разработанных с целью более корректного отражения данных особенностей в стоимости, адекватно отражающей реальное финансовое положение компании и ее стоимость. В статье предпринята попытка обобщения современных исследований в этой области, на основе которой проведен анализ отличительных характеристик компании и рынка, которые необходимо учитывать при оценке бизнеса методом мультипликаторов.

Анализ точности оценки стоимости компании с помощью мультипликаторов

В большинстве работ для анализа точности оценки стоимости компании с помощью мультипликаторов и выбора между различными мультипликаторами используются регрессии стоимости акций компаний от различных показателей, которые используются в качестве знаменателей в мультипликаторах (value drivers):

1. Магистр программы «Стратегическое управление финансами фирмы» НИУ ВШЭ.
2. Магистр программы «Стратегическое управление финансами фирмы» НИУ ВШЭ.
3. Магистр программы «Стратегическое управление финансами фирмы» НИУ ВШЭ.
4. Стажер-исследователь научно-учебной лаборатории корпоративных финансов, магистр программы «Стратегическое управление финансами фирмы» НИУ ВШЭ.
5. Магистр программы «Стратегическое управление финансами фирмы» НИУ ВШЭ.

$$p_{it} = \beta_t x_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

p_{it} – мультипликатор i -й фирмы в период t ; x_{it} – вектор переменных, влияющих на мультипликаторы.

Далее оцениваются остатки данных регрессий, которые и рассматриваются в качестве ошибок предсказания мультипликатора. Кроме остатков, в некоторых работах анализируется абсолютная величина разницы между предсказанными и фактическими ценами акций по отношению к цене (Park, 2003), а также тестом Уилкоксона (Herrmann and Richter, 2003).

В ряде работ анализируется выбор способа усреднения мультипликатора:

1. Среднее арифметическое в целом хуже предсказывает фактические стоимости акций. Кроме того, эта оценка обычно переоценивает фактические значения (Shreiner, 2007). Антониос (Antonios, 2011) пришел к выводу, что среднее арифметическое обычно дает смещенную вниз оценку, так как выбросы в меньшую сторону оказывают большее влияние на итоговую оценку.
2. Медиана обычно дает смещенную вверх оценку (Antonios, 2011). В целом же дает более точные результаты в сравнении со средним арифметическим. При оценке собственного капитала медиана лучше описывает цены в сравнении с гармоническим средним (Deng, 2009). И медиана, и среднее арифметическое по результатам Антониоса (Antonios, 2011) оценивают стоимость акции с одинаковой ошибкой в случае рассмотрения балансовых показателей.
3. Гармоническая средняя лучше предсказывает мультипликаторы со стоимостью компании (EV) в числителе. Она менее подвержена влиянию выбросов в сравнении со средним арифметическим. В среднем оценивает точнее, чем медиана (Liu et al., 2002; Beatty et al., 1999).
4. Также могут использоваться комбинации различных средних, геометрические средние, мода и др., но они в большей степени подвержены влиянию выбросов.

При выборе между историческими и прогнозными мультипликаторами авторы также используют представленную методологию. Исторические показатели в сравнении с прогнозными характеризуются большей волатильностью, что не может не влиять на результаты оценивания (Liu, Nissim, 2000). Драгос (Dragos, 2009) пришел к выводу о том, что прогнозные мультипликаторы описывают стоимость лучше (Shreiner, 2007; Liu et al., 1999; Dragos, 2009). Однако при оценке прогнозных мультипликаторов существуют сложности с методологией и возможностью прогнозирования.

В отраслевом разрезе также существуют различия при выборе мультипликаторов для оценки стоимости компаний. Большинство исследователей приходят к выводу о том, что отраслевые регрессии более точны, однако Сегал (Sehgal, 2010) получил противоположный результата: возможное объяснение состоит в том, что рыночные выборки больше отраслевых, поэтому позволяют получить более устойчивые оценки. Для отдельных отраслей существует целый ряд различных результатов, например, для всех отраслей, кроме фармацевтики, EBITDA (операционная прибыль до вычета амортизации) дает меньшие ошибки в сравнении с EBIT (прибыль до процентов и налогов), или отношение цены к денежным потокам лучше описывает стоимость в текстильной отрасли, пищевой промышленности, а также для радио, телевидения и коммуникаций. Отраслевая принадлежность имеет значение при выборе натуральных мультипликаторов, так как натуральные показатели специфичны по отношению к отрасли: так, например, при оценке интернет-компаний в отсутствие доходов используются мультипликаторы с количеством пользователей или количеством загрузок с сайта в зависимости от специфики сайтов.

Стадия жизненного цикла также должна приниматься во внимание при выборе мультипликаторов. Применение мультипликатора для аналогов, которые, например, растут меньшими темпами, дают смещенные результаты, так как не принимаются во внимание

перспективы оцениваемой компании. В таких случаях возможно применение более сложных мультипликаторов, например (P/E)/g (скорректированная на ожидаемый темп роста мультипликатор цена-прибыль), однако такого рода коэффициенты также дают смещенные результаты, но уже в сторону увеличения, если компания растет большими темпами в сравнении с аналогами. Также необходимо осторожно подходить к выбору мультипликаторов для убыточных компаний, которые находятся либо на ранних стадиях жизненного цикла, либо в периоде упадка: в данном случае лучше использовать балансовые показатели или выручку (Deng, 2009).

Нередко исследователи и аналитики предлагают использовать комбинацию взвешенных мультипликаторов: взвешивание исторических и прогнозных показателей, взвешивание различных типов средних, различных типов мультипликаторов и пр. Взвешивание лучше применять для таких отраслей, как нефть и газ, здравоохранение, банки. Для промышленных товаров, услуг, отрасли телекоммуникаций лучше использовать отдельные мультипликаторы (Shreiner, 2007). В целом лучшей предсказательной силой характеризуется комбинация мультипликаторов, базирующихся на балансовых показателях и показателях из отчета о прибылях и убытках (Harbula, 2009).

В работе Сегала 2010 года (Seghal, 2010) анализируется выбор мультипликатора в зависимости от страны. Так, для Индии, Китая и Южной Кореи лучше использовать балансовые мультипликаторы, а для Бразилии и ЮАР – чистую прибыль на акцию. Также по странам комбинация мультипликаторов не дает лучшие результаты в сравнении с отдельными показателями.

Детерминанты мультипликаторов

Данная часть обзора посвящена оценке мультипликаторов с точки зрения основных драйверов. Эконометрический анализ предоставляет исследователю богатый арсенал всевозможных инструментов для выявления зависимости между переменными, однако использование каждого инструмента должно быть адекватно целям исследования. Определение детерминантов мультипликаторов во многом нужно для того, чтобы выявить переменные, по которым можно искать наиболее подходящие компании-аналоги для оценки. В этом случае функциональная форма зависимости или любые другие сложные модели не несут в себе смысловой нагрузки: достаточно понять, как воздействуют драйверы на те или иные мультипликаторы (линейно, с каким знаком), чтобы подбирать аналоги. На наш взгляд, это одна из причин, по которым в большинстве работ авторы ограничиваются линейным МНК для выявления детерминантов мультипликаторов.

Именно поэтому акцент в этой части обзора сделан не на методах, а на самих полученных результатах. Стоит отметить, что большинство исследований посвящено изучению детерминантов трех показателей: P/E, P/B (соотношение рыночной капитализации и балансовой стоимости собственного капитала) и группе показателей, связанных со стоимостью компании – в частности, EV/S (отношение стоимости компании к выручке компании). Безусловно, существуют работы, изучающие другие мультипликаторы, но их гораздо меньше, что послужило причиной для ограничения нашего исследования вышеупомянутыми тремя мультипликаторами: на их основе можно продемонстрировать все разнообразие детерминантов.

На основе рассмотренных статей был получен вывод, что одними из основных драйверов для разных типов мультипликаторов служат показатели ROE (бухгалтерская доходность собственного капитала) и темп роста (выручки). Безусловно, так же можно выделить переменную дивидендов, но к ней мы вернемся позднее.

В различных работах показано, что ROE может воздействовать как на P/E, так и на P/B, при этом в положительную сторону: увеличение первой переменной приводит к увеличению второй/третьей соответственно. Следует отметить, что эта взаимосвязь прослеживается как на развитых рынках (S&P, Branch et al., 2001; Fairfield, 1994), так и на развивающихся (Tehran, Faezinia, 2012). На мультипликаторы может воздействовать не только сам показатель ROE, но

и ожидания относительно его будущих значений (на P/B) (Billing, Morton, 1999). Положительный знак может быть объяснен увеличением доли дивидендов, выплачиваемых компанией, и, как следствие, повышением цены акций.

Второй из выделенных в основные детерминанты показателей (темп роста выручки) положительно воздействует не только на вышеуказанные мультипликаторы, но и на мультипликаторы, связанные со стоимостью компании, в частности – на EV/S. Эта взаимосвязь прослеживается как на развитых, так и развивающихся рынках: S&P (Branch et al., 2001) на P/B; Тегеранская фондовая биржа в 2005–2011 годах (Faezinia, 2012), S&P500 (Fairfield, 1994), 21 развивающийся рынок (Ramcharran, 2002) на P/E; 190 корейских IPO (Kim, Ritter, 1999) на EV/S. Влияние темпа роста на мультипликаторы тоже вполне очевидно: больший рост напрямую увеличивает стоимость акций через дивиденды.

Что касается прочих возможных детерминантов мультипликаторов (размер компании (Anderson, Brooks, 2005), финансовый рычаг (Faezinia, 2012), доходность активов (Loughran, Wellman, 2010), объем инвестиций (Loughran, Wellman, 2010)), то в большинстве статей их воздействие на мультипликаторы также является положительным и присущим как развитым, так и развивающимся рынкам.

Дивиденды положительно влияют на P/B по данным компаний S&P500 (Branch et al., 2001) и Сингапурской фондовой биржи (Agrawal et al., 1995); на P/E – Стамбульская фондовая биржа (Funda, 2010). Стоит отметить, что в работе Фаезиниа (Faezinia, 2012) зависимость между дивидендами и P/E оказалась отрицательной. Автор аргументирует это тем, что выплата больших дивидендов уменьшает темп роста компании.

Наконец, согласно исследованию Арури и Лиу (Arougi, Liu, 2008), по котирующимся на китайской бирже компаниям в период с 2006 по 2007 год взаимосвязь между P/E и фундаментальными факторами может отсутствовать, и дисперсия P/E может быть объяснена спекулятивным спросом на акции.

Таким образом, в данной части работы были изучены основные детерминанты трех наиболее часто анализируемых мультипликаторов – P/E, P/B, EV/S. Результаты, полученные авторами статей, были показаны отдельно для каждого детерминанта. Следует отметить, что другая форма представления может оказаться не менее наглядной – ниже представлены основные детерминанты для каждого мультипликатора.

Таблица 1

Детерминанты мультипликатора P/B

Показатель	Эффект	Статья	Выборка	Период
ROE	+	Бранч и др., 2001 (Branch et al., 2001)	S&P 500	1979–2000
	+	Фэрфилд, 1994 (Fairfield, 1994)	S&P 500	1970–1984
Ожидаемое значение ROE	+	Биллингс, Мортон, 1999 (Billings, Morton, 1999)	Данные из Compustat	1981–1996
Темп роста выручки	+	Бранч и др., 2001 (Branch et al., 2001)	S&P 500	1979–2000
Дивиденды	+	Агравал и др. (Agrawal et al., 1995)	Сингапур, компании из индекса OCBC	1975–1988
	+	Бранч и др., 2001 (Branch et al., 2001)	S&P 500	1979–2000

Детерминанты мультипликатора P/E

Показатель	Эффект	Статья	Выборка	Период
ROE	+	Фаэциния, 2012 (Faezinia, 2012)	Тегеранская фондовая биржа	2005–2011
Темп роста выручки	+	Фаэциния, 2012 (Faezinia, 2012)	Тегеранская фондовая биржа	2005–2011
	+	Фэрфилд, 1994 (Fairfield, 1994)	S&P 500	1970–1984
	+	Рамшаран, 2002 (Ramcharran, 2002)	Данные по 21 развивающейся стране	1992–1999
Дивиденды	-	Фаэциния, 2012 (Faezinia, 2012)	Тегеранская фондовая биржа	2005–2011
	+	Фанда, 2010 (Funda, 2010)	Стамбульская фондовая биржа	2000–2009
Размер компании	+	Андерсон, Брукс, 2005 (Anderson, Brooks, 2005)	Данные по Великобритании	1975–2003
Финансовый рычаг	+	Фаэциния, 2012 (Faezinia, 2012)	Тегеранская фондовая биржа	2005–2011
Спекулятивный мотив	+	Арури, Лю, 2008 (Arouri, Liu, 2008)	Китайская фондовая биржа	2006–2007

Таблица 3

Детерминанты мультипликатора EV/S

Показатель	Эффект	Статья	Выборка	Период
Темп роста выручки	+	Ким, Риттер, 1999 (Kim, Ritter, 1999)	190 IPO в Корею	1992–1993
ROA (бухгалтерская доходность совокупных активов)	+	Лафран, Веллман, 2010 (Loughran, Wellman, 2010)	NYSE, Amex, Nasdaq	1963–2009
Инвестиции	+	Лафран, Веллман, 2010 (Loughran, Wellman, 2010)	NYSE, Amex, Nasdaq	1963–2009

Критерии выбора аналогов

Чтобы качественно подобрать аналогичные компании, нужно понять, по каким показателям их выбирать. Так как на мультипликаторы влияет определенный набор факторов, то можно предположить, что данные показатели будут выступать в качестве критериев для выбора аналогичных компаний. В данном контексте рассматриваются две проблемы: типы критериев выбора и оптимальное количество компаний-аналогов в выборке.

Большинство работ опирается на базовые исследования Алфорда (Alford, 1992) и Бойрая и Ли (Bhojraj & Lee, 2002). Алфорд (Alford, 1992) выделяет несколько критериев выбора в дополнение к отраслевому отбору и показывает, что только отраслевой критерий, в отличие от других, не дает наилучших результатов. Бойрай и Ли (Bhojraj & Lee, 2002) иллюстрируют

подход с точки зрения дополнительных факторов отбора через так называемые warranted-мультипликаторы, которые строятся как оценки по регрессиям от фундаментальных показателей (в том числе расходы на R&D/Sales (соотношение затрат на НИОКР и выручки), уровень долга и прогнозы роста).

Однако в данной части обзора предполагается рассмотрение работ, продолжающих базовые исследования. Среди критериев, которые не встречались в отобранных академических статьях, но о которых говорится при оценке по сравнительному методу, можно выделить временной критерий (в большей степени о нем следует говорить при оценке по сделкам) и уровень корпоративного управления.

В работах, рассмотренных в этом разделе, условно рассматриваются три типа критериев отбора компании – фактор рынка, отраслевой фактор и фундаментальные характеристики компаний.

Первый критерий, который необходимо учитывать при выборе компаний-аналогов, – это рынок присутствия целевой группы. В многочисленных работах (Dittmann & Weiner, 2005, Cheng and McNamara, 2000 и Liu et al., 2002) рассматривается проблема выбора между рынком только данной страны или присутствием компаний из разных стран. Коллер и соавторы (Koller et al., 2010) говорят о том, что присутствие компаний в одном регионе позволяет утверждать, что компании подвергаются одним и тем же институциональным рискам (налоговые особенности). Также в диссертации Шрайнера (Schreiner, 2007) отмечается, что при поиске аналогов только с внутреннего рынка позволяет сделать выборку более однородной, так как обычно основные конкуренты оцениваемых (закрытых) компаний присутствуют в данном регионе и подпадают под те же риски. Ченг и Макнамара (Cheng and McNamara, 2000) тестируют качество полученных оценок стоимости по различным критериям отбора компаний-аналогов, и метод сортировки по «рынку» не очень хорошо оценивает стоимость компании. Одной из целей работы Дитманна и Уайнера (Dittmann & Weiner, 2005) является определение необходимости выбора компании только из данного региона или стран ОЭСР. Они приходят к выводу, что для оценки компании практически из всех стран Континентальной Европы можно выбирать аналоги из всего региона или даже из всех стран ОЭСР. При этом выбор из Европейского региона возможен только при избегании ошибок более 300% по их методу. С другой стороны, они приходят к выводу, что для Великобритании, Ирландии и США компании-аналоги можно брать только с данного рынка. При тестировании качества критерия отрасль против рынка Лиу и др. (Liu et al., 2002) утверждают, что отбор по второму критерию всегда хуже.

Также при выборе компаний-аналогов важен критерий «отрасль». Однако авторы спорят о том, что традиционный метод отбора по классификации SIC приводит к смещенным и менее качественным результатам (Liu et al., 2002). Поэтому в работе Шрайнера (Schreiner, 2007) есть ссылки на Еберхарта (Eberhart, 2004) и Бойрая, Ли и Олера (Bhojraj, Lee & Oler, 2003), которые сравнивают различные системы классификаций отраслей при отборе схожих компаний. К примеру, Еберхарт (Eberhart, 2004) приходит к выводу, что Индустриальный классификатор Доу Джонса (Dow Jones industry codes) наилучшим образом отражает принадлежность той или иной компании к отрасли оцениваемого объекта. Хотя применение специфических отраслевых классификаций может привести к неточным оценкам (Minjina, 2009).

Еще одна группа работ касается прежде всего сравнения различных методов отбора компаний для оценки. Авторы (Koller et al., 2010) отмечают, что если компания присутствует в одной отрасли с аналогами, то риск примерно одинаков, но существует разница в темпах роста (особенно долгосрочного) и доходности на инвестированный капитал, что может потребовать корректировок при отборе на данные показатели. Коллер и соавторы (Koller et al., 2010) также добавляют, что аналоги должны быть похожими по дистрибутивным каналам и методам производства – это позволит привести к примерно одинаковому росту и доходности. Далее Лиу и соавторы (Liu et al., 2002) добавляют к критериям Алфорда (Alford, 1992) еще один показатель риска – структуру капитала, однако это не приводит к улучшению качества

подобранных аналогов. Показатели доходности сравниваются с отбором по отрасли в различных работах (Dittmann & Weiner, 2005; Cheng and McNamara, 2000; Minjina, 2009) заключает, что ROE как показатель доходности и отрасль влияют на точность мультипликаторов и в зависимости от необходимости следует выбирать разную методику отбора. Дитман и Уайнер (Dittmann & Weiner, 2005) проводят такой же анализ критериев, как и у Алфорда (Alford, 1992), и делают заключение, что показатель размера (ТА) как критерий отбора хуже остальных (что соответствует ранее сделанным выводам). В данном случае показатель доходности (ROA) наилучший для всех стран выборки, вторым по значимости является отбор на основе доходности активов и размера активов. В данном случае для всех стран отбор аналогов по отрасли является субоптимальным. Херрманн и Рихтер (Herrmann and Richter, 2003) изучили важность критерия фундаментальных факторов (долгосрочный рост, ROE) при выборе пула аналогов. Авторы выявили следующую взаимосвязь: при выборе аналогов по критериям фундаментальных переменных качество выборки получается достаточно высоким, а добавление критерия отрасли не снижает ошибки при оценке с помощью мультипликаторов. Они выяснили, что отрасль при учете фундаментальных факторов не содержит в себе каких-либо специфических факторов, не учтенных ранее.

Теперь перейдем к рассмотрению количества сравниваемых компаний, как одного из критериев отбора. Данный показатель важен, так как при использовании многочисленных критериев отбора можно получить пустое множество и не найти адекватного количества аналогов. Купер и Кордейро (Cooper & Cordeiro, 2008), рассматривая данную проблему, говорят о конфликте между теоретиками и практико-ориентированными исследователями. Если теоретики исследуют большую выборку аналогов, то оценщики предпочитают использовать наиболее близкие фирмы, что снижает оптимальное количество используемых для оценки аналогов. В данной работе анализируется точность оценки компании при использовании пяти, десяти или всех компаний из отрасли в качестве аналогов. Хотя использование всех компаний отрасли не требует специальных правил отбора (что снижает вероятность выбора непохожих компаний), это может в значительной мере сместить оценку. При выборе малого количества аналогов оценщик может потерять важную информацию в данной сфере. Авторы приходят к выводу, что все компании отрасли и десять компаний в качестве аналогов одинаковы с точки зрения точности будущей оценки. Малое количество аналогов (пять компаний) снижает точность прогноза, однако данное уменьшение незначительно. В общем случае увеличение числа аналогов приводит к росту «шума» в данных, доступных для оценки. Практики, в отличие от теоретических работ, предпочитают применять меньшее количество (до восьми) аналогов для оценки (Schreiner, 2007). Шрейнер ссылается на различных исследователей, управляющих хедж-фондов, инвестиционных банкиров, и отмечает, что идеальная группа компаний-аналогов должна состоять из четырех-восьми фирм. Это позволит получить оценки по действительно близким аналогам (особенно при применении нескольких мультипликаторов), обеспечивая при этом достаточное количество наблюдения для получения оценки мультипликаторов. Коллер и соавторы (Koller et al., 2010) подтверждают необходимость выбора в отрасли отдельных компаний (а их может быть около 20), так как отрасль может включать в себя компании разных бизнес-моделей и производящих отличные от целевой компании продукты. Следовательно, чем меньше группа аналогов, тем выше вероятность того, что компании будут максимально близки по финансовым и операционным характеристикам к оцениваемой компании.

Таким образом, можно утверждать, что при отборе аналогов, скорее всего, необходимо учитывать отраслевую принадлежность, рынок присутствия и один из фундаментальных факторов, предложенных в исследованиях.

Причины несоответствия мультипликаторов в разных странах

Для выбора корректировок, которые следует применять к мультипликаторам, если рассматриваемые компании функционируют на разных рынках, необходимо выявить возможные причины их несоответствия в разных странах. Целесообразным является

определение трех подходов к анализу. Во-первых, это выявление различий мультипликаторов компаний, действующих на развитых и развивающихся рынках, во-вторых, сравнение мультипликаторов двух развитых рынков и наконец сопоставление мультипликаторов внутри развивающихся рынков.

С другой стороны, исследования можно классифицировать в зависимости от исследуемых факторов различий: анализ страновых рисков (Ramcharan, 2002; Zarowin, 1990; Erb et al., 1996; Harbula, 2009; Beaver and Morse, 1978; Harbula, 2009) и рассмотрение элементов корпоративного управления как детерминантов различий мультипликаторов (Black, 2001; Black, Love, Rachinsky, 2005; Black, Jang, Kim, 2006; Lehn, Patro, Zhao, 2007).

Эмпирические исследования, выявляющие влияние страновых рисков, главным образом сосредоточены на рассмотрении различий экономической и политической конъюнктуры развитых и развивающихся рынков. Это можно объяснить наличием внутренних эффектов в развивающихся странах, которым непосредственно подвержена стоимость соответствующего мультипликатора. Можно выделить следующие страновые эффекты и риски, оказывающие воздействие на то, как инвесторы оценивают стоимость активов компании: экономическая конъюнктура, налогообложение, правовые риски, инфляция, темпы роста экономики, различия в процентных ставках, концентрация собственности, конкуренция, политические риски, защита прав инвесторов и другие. Данные факторы оказывают воздействие на эффективность деятельности компании, а следовательно, и на стоимость мультипликаторов. Несмотря на достаточно обширный ряд потенциальных факторов, а также ввиду сложности их эмпирического тестирования, исследования в основном сосредоточены на рисках, которые могут быть количественно определены. Например, Ерб и соавторы (Erb et al., 1996) на выборке из 117 стран исследуют влияние следующих параметров страновых различий: политические, экономические, финансовые риски и рейтинг страны на основе индексов International Country Risk Guide (ICRG) и выявляют наиболее значимое влияние страновых кредитных рейтингов на различия в мультипликаторах. Рамшарран (Ramcharan, 2002) продолжает данное исследование, эмпирически тестируя значимость роста прибыли и кредитного рейтинга в межстрановых различиях мультипликатора P/E на развивающихся странах Латинской Америки, Азии, Европы и Африки и приходит к выводам о значимом влиянии ожидаемого экономического роста и кредитного рейтинга (автор использует прогнозные значения данных показателей базы Euromoney Country Risk). Заровин (Zarowin, 1990) помимо рассмотрения роста прибыли и риска в качестве определяющих факторов мультипликатора P/E в анализ вносит рассмотрение эффекта различий в учете с помощью нормализации EPS (прибыль на акцию) (Zarowin, 1990). Однако применение данного подхода позволяет объяснить не более 15% изменений мультипликатора. Еще одним исследованием выявления факторов межстрановых различий мультипликаторов является работа Харбулы (Harbula, 2009), анализирующая влияние темпа роста прибыли, выход к международным рынкам капитала, а также различия в налогообложении. Несмотря на то что основным фактором является темп роста, также выявлено значимое влияние налоговых ставок практически на все рассматриваемые мультипликаторы.

С другой стороны, в ряде более поздних работ тестируются гипотезы о влиянии показателей качества корпоративного управления на значения мультипликаторов. Данная проблема более присуща развивающимся рынкам: это объясняется тем, что данные рынки имеют более слабое нормативно-законодательное регулирование вопросов корпоративного управления. Большинство исследований, анализирующих потенциальный эффект на стоимость фирм, функционирующих на развитых рынках, не находят значимого влияния, так как, например, в США слабо наблюдаются различия в корпоративном управлении компаний ввиду их существенного нормативного определения. Между тем для таких развивающихся рынков, как Россия и Корея, исследование данной взаимосвязи представляет больший интерес, что и тестируется во множестве работ (Black, 2001; Black, Love, Rachinsky, 2005; Black, Jang, Kim, 2006). В исследованиях на российских компаниях (Black, 2001; Black, Love, Rachinsky, 2005) авторы ранжируют компании в зависимости от уровня корпоративного управления, который

определяется по четырем основным критериям: риск нарушения конфиденциальности, риск разводнения акций путем эмиссии прозрачности деятельности; риск вывода активов и трансфертного ценообразования, а также по некоторым другим рискам (разводнение акций в результате слияния или реструктуризации, риск банкротства, ограничения на долю иностранной собственности и другое). В целом выявлено значимое влияние уровня корпоративного управления в компании на стоимость ее мультипликаторов, однако существуют различия в значимости отдельных факторов. В исследовании корейских публичных компаний Блэк, Джанг, Ким (Black, Jang, Kim, 2006) рассматривают влияние общего индекса корпоративного управления корейских компаний – KCGI и также приходят к статистически значимому и устойчивому результату. Кроме того, авторы выявляют влияние на мультипликаторы доли количества независимых членов в совете директоров компании. Однако спорным является направление влияния мультипликаторов и уровня корпоративного управления компанией, то есть возникает вопрос причинно-следственной взаимосвязи, что и пытаются определить Лен, Патро, Жао (Lehn, Patro, Zhao, 2007). Авторы приходят к выводу о том, что уровень корпоративного управления в компании является результатом соответствующих значений мультипликаторов компании.

Коррекция мультипликаторов на межстрановые различия

Для развивающихся рынков как количество, так и качество данных по сравнимым сделкам или торгуемым компаниям может быть неудовлетворительным для целей оценки. Поэтому подбор аналогов для компаний на развивающихся рынках с развитых рынков является повсеместной мировой практикой. Согласно исследованию Перейро (Pereiro, 2006), уже к 2006 году 91% финансовых консультантов использовали мультипликаторы при оценке, причем 64% из них использовали межстрановые поправки. В некоторых приведенных ниже исследованиях авторам удавалось достигать почти 90% объясняющей способности, что также позволяет сделать вывод об адекватности данной методологии. В литературе встречается три основных способа коррекции величины мультипликатора, полученного по компаниям-аналогам из развитого рынка для компании из развивающейся страны:

1. Коррекция на суверенный спред.
2. Умножение на относительный рыночный коэффициент.
3. Регрессионный подход.

Метод суверенного спреда основывается на предположении о том, что разница в оценке стоимости компаний со схожими экономическими показателями на развитых и развивающихся рынках прямо пропорциональна разнице в рискованности деловой среды, в которой они существуют. При этом агрегированным параметром рискованности среды выбирается доходность государственных долговых ценных бумаг. Расчет разницы в рисках деловых сред сводится к определению отношения доходностей между облигациями развитой и развивающейся стран, номинированных в одной валюте и имеющих одинаковый срок до погашения (Pereiro, 2006). При этом скорректированный мультипликатор получается в результате простого умножения мультипликатора, полученного для компаний с развитого рынка, на это соотношение. Основная трудность может возникнуть при отсутствии возможности адекватно оценить соотношение доходностей облигаций, например в случае недостаточного количества торгуемых облигаций для разных сроков погашения.

Второй распространенный метод корректировки мультипликаторов – умножение на относительный коэффициент, который отражает восприятие инвесторами рисков развивающегося рынка. По сравнению с методом суверенного спреда это позволяет учитывать некоторые ненаблюдаемые параметры (например, среднее качество корпоративного управления на рынке). Таким образом, полученные оценки должны быть более точными. Данный метод предполагает корректировку мультипликатора по компаниям-аналогам с развитых рынков на коэффициент, равный отношению средних (медианных) значений анализируемого мультипликатора по рынкам в целом. При этом наиболее точные оценки

получаются при сравнении мультипликаторов по выборкам, ограниченным конкретной отраслью (Damodaran, 2009).

Наконец, самый распространенный метод корректировки мультипликаторов – построение регрессий. Этот метод позволяет наиболее точно учесть все возможные фундаментальные параметры, влияющие на значение корректировки. Как правило, за основу берется регрессия, которая включает в себя все основные фундаментальные параметры, присущие конкретному мультипликатору. Затем в данную регрессию добавляются различные прокси-переменные, характеризующие риск вложений в акции конкретной страны и перспективность роста экономики страны в целом. Типичный пример расчета регрессионной модели мультипликатора выглядит следующим образом:

$$M_{em} = \alpha + \sum_{j=2}^m \beta_j D_{industr,j} + \sum_{y=m+1}^n \beta_y Y_y + \varepsilon \quad (2)$$

$D_{industr,j}$ – отраслевая дамми-переменная,

Y_y – вектор фундаментальных параметров,

M_{em} – мультипликатор компании e в период t .

Наиболее простой подход заключается в учете межстрановых различий путем внесения в регрессию страновой дамми-переменной (Ивашковская, Кузнецов, 2007; Damodaran, 2009). Однако этот метод таит в себе слишком много подводных камней, главный из которых – невозможность учета разнонаправленных факторов и сложных взаимосвязей, поэтому прочие авторы пытаются разложить величину корректировки на более мелкие составляющие. В целом дополнительные переменные можно разделить на два типа – макроэкономические и отражающие страновой риск. И хотя вторые по сути являются составной частью первых, их стоит выделить отдельно в силу особого значения, придаваемого им инвесторами.

Из макроэкономических параметров наиболее распространенным и значимым является темп прироста ВВП, номинальный или реальный, как оценка возможностей роста компаний в рамках данной экономики. Некоторые авторы используют более сложные методы учета потенциала экономики, например Ерб с соавторами (Erb et al., 1996) предлагают использовать рейтинги экономического роста. В книге по практической оценке Луиса и Перейро (Luis, Pereiro, 2002) в случае оценки компаний методом сравнений на развивающихся рынках предлагается включить в регрессию реальную процентную ставку. Те же макроэкономические корректировки предлагает в своей статье о наиболее распространенных ошибках при оценке бизнеса и Дамодаран (Damodaran, 2009).

На величину корректировки могут также влиять такие макроэкономические факторы, как паритет покупательной способности, стадия экономического цикла, а также доходности по кредитным дефолтным свопам. В статье Абуафа (Abuaf, 2011) автор проводит статистический анализ в межстрановом разрезе и показывает, что существует значимая взаимосвязь между средними значениями мультипликаторов, в частности, P/B и P/E, и доходностями по кредитным дефолтным свопам и темпами роста. Таким образом, автор делает вывод о необходимости учета данных факторов при использовании для оценки компании мультипликаторов с других рынков, даже если оба рынка развитые. Что касается паритета покупательной способности и стадии делового цикла, авторы не проводят численного тестирования этих показателей и однозначно сделать вывод о необходимости таких корректировок на основе их работы нельзя.

Второй и самый широко используемый блок корректировок включает в себя различные прокси странового риска. Впрочем, внутри данного блока можно выделить два довольно ярко выраженных направления исследований – корректировки на уровень корпоративного управления и на страновой риск как таковой, выражающийся в спредах доходностей различного рода ценных бумаг.

Одной из фундаментальных работ в данном блоке является статья Эрба (Erb et al., 1996), которая включает в себя оба направления. На выборке из 117 стран авторы показывают зависимость таких факторов, как EPS и P/B от четырех страновых рейтингов, взятых из Международного справочника страновых рисков (International Country Risk Guide) – политического, экономического, финансового и композитного. В другой статье (Ramcharan, 2002), рассматривающей отличные от работы Эрба страновые рейтинги, авторы проводили регрессию на панельных данных в присутствии лишь двух индексов в качестве контрольных переменных и также получили значимые коэффициенты. И хотя в этой работе объясняющая способность самих индексов в отдельности не превысила 10%, на основе полученных Рамшараном и Эрбом результатов можно сделать вывод, что полезные поправки можно получить и при корректировке других мультипликаторов на те же или похожие прокси.

Из работ, направленных на изучение влияния корпоративного управления, можно выделить исследование Блэка (Black, 2002) по российскому рынку. Автор изучал зависимость дисконта к мультипликаторам, рассчитанного одним из инвестиционных банков как соотношение текущей и потенциальной капитализации компании, если бы она находилась в США, от рейтинга корпоративного управления, составленного независимо другим агентством. В работе были получены значимые, однако плохо применимые результаты, в силу того что в выборку входила лишь 21 компания. В целом автор делает вывод, что корпоративное управление действительно имеет сильное влияние на стоимость и может использоваться в качестве поправки для развивающихся рынков, но адекватное применение такого подхода требует большего объема данных, которыми на тот момент он просто не обладал.

Наконец, наиболее признанными и распространенными являются корректировки на страновой риск, выраженный либо в спреде доходностей между государственными облигациями развивающейся страны и США (Pereiro, 2002; Damodaran, 2009), либо в спреде кредитно-дефолтного свопа (CDS) (Damodaran, 2009; Abuaf, 2011). Причем в некоторых статьях утверждается, что включение в регрессию CDS спреда должно приводить к более точным оценкам, так как CDS более оперативно и адекватно оценивает страновой риск, в силу большей ликвидности в сравнении с обычными государственными облигациями.

С точки зрения минусов подбора компаний-аналогов с развитого рынка и последующей коррекции мультипликатора стоит отметить, что метод корректировки не всегда способен учесть специфические различия между компаниями-аналогами из разных стран. Так, например, различия в типичных структурах собственности, развитости институтов, преобладающих типов инвесторов и пр. не всегда могут быть пойманы корректирующими показателями. В частности, корректировки на величину мультипликатора не способны учесть различия в бухгалтерском учете и зачастую неспособны учесть валютные риски, что увеличивает предпочтительность доходного подхода при отсутствии компаний-аналогов на локальном рынке.

Заключение

В заключение хотелось бы еще раз перечислить основные моменты, которые необходимо учитывать при оценке бизнеса методом мультипликаторов. Во-первых, выбор мультипликатора для оценки должен происходить с учетом отрасли, в которой функционирует компания. При этом для получения среднего показателя лучше использовать медиану или гармоническое среднее. Во-вторых, при подборе компаний-аналогов необходимо учитывать ряд фундаментальных факторов, таких как ROE, темп роста выручки, дивидендов, отраслевую принадлежность и т.д. Также необходимо соблюдать баланс при выборе количества компаний, которые попадают в финальную выборку, и вариацией ключевых факторов, так как чрезмерное увеличение выборки лишь добавит «шум» в оцениваемый параметр. Наконец, в случае оценки компании с развивающегося рынка может возникнуть ситуация, когда адекватные аналоги будут присутствовать лишь на развитых рынках. На этот случай существует ряд поправок в основном предполагающих проведение регрессионного анализа на фундаментальные макроэкономические и страновые переменные.

Список литературы

1. Кузнецов И.А. Оценка стоимости компании методом рыночных сравнений на развивающихся рынках капитала. Автореферат дисс. ... канд. наук. М., 2009.
2. Чиркова Е.В. Как оценить бизнес по аналогии. М.: Альпина Бизнес Букс, 2005.
3. Agrawal, S., Monem, R., Ariff, M. (1996), Price to Book Ratio as a Valuation Model: An Empirical Investigation, *Finance India*, 2(10) (1996) 333–344.
4. Alford, A. W. (1992), The effect of the set of comparable firms on the accuracy of the price-earnings valuation method, *Journal of Accounting Research*, 30 (1992) 94–108.
5. Anderson, K., Brooks, C. (2005), Decomposing the price-earnings ratio, *Journal of Asset Management*, 6(6) (2005) 456–469.
6. Arouri, M., Liu, C. (2008), Stock craze: an empirical analysis of PER in Chinese equity market, *Economics Bulletin*, 1(14) (2008) 1–17.
7. Damodaran, A. (2009), Volatility Rules: Valuing Emerging Market Companies, Stern School of Business.
8. Sanjeev, B., and Lee C., (2002), Who is my peer? A valuation-based approach to the selection of comparable firms, *Journal of Accounting Research*, 40 (2002) 407–439.
9. Billings, B., Morton, R. (2001), Book-to-Market Components, Future Security Returns, and Errors in Expected Future Earnings, *Journal of Accounting Research*, 39(2) (2001) 197–219.
10. Branch, B., Sharma, A., Gale, B., Chichirau, C., Proy, J. (2009), A Price To Book Model Of Stock Prices, Retrieved, URL: <http://www.westga.edu/~bquest/2005/model.pdf>.
11. Black, B. (2001), The Corporate Governance Behavior and Market Value of Russian Firms, *Emerging Markets Review*, 2 (2001) 89–108.
12. Black, B.S., Love, I., Rachinsky, A. (2006), Corporate governance and firms' market values: Time series evidence from Russia, *Emerging Markets Review*, 7(4) (2006) 361–379.
13. Black, B.S., Hasung J., Woonchan K. (2006), Does Corporate Governance Affect Firms' Market Values? Evidence from Korea, *Journal of Law, Economics, & Organization*, forthcoming, working paper. URL: at <http://ssrn.com/abstract=311275>.
14. Cooper, I., & Cordeiro, L. (2008). Optimal equity valuation using multiples: The number of comparable firms. Working Paper, SSRN.
15. Dittmann, I., & Weiner, C. (2005). Selecting comparables for the valuation of European firms. Working Paper, Collaborative Research Center, Humboldt University, Berlin.
16. Erb, C. B., Harvey, C.R. and Viskanta, T.E., Political Risk, Economic Risk and Financial Risk (1996), Fuqua School of Business Working Paper No. 9606 (May 6).
17. Faezinia, V. (2012), The Quantitative Study of Effective Factors on Price-Earnings Ratio in Capital Market of Iran, *Interdisciplinary, Journal of Contemporary Research in Business*, 10(3) (2012).
18. Fairfield, P. (1994), P/E, P/B and the Present Value of Future Dividends, *Financial Analysts Journal*, 4(50) (1994) 23–31.
19. Funda, S. (2010), An Empirical Investigation of the Relationship among P/E Ratio, Stock Return and Dividend Yields for Istanbul Stock Exchange, *International Journal of Economics and Finance Studies*, 1(2) (2010).
20. Harbula, PhD, ASA Valuation Multiples: Accuracy and Drivers Evidence from the European Stock Market, 4(28) (2009).
21. Herrmann, Volker and Richter, F. (2003), Pricing with performance-controlled multiples, *Schmalenbach Business Review*, 55 (2003) 194–219.
22. Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D. (2010), Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies, 5th edition. Wiley, Hoboken, NJ.

23. Lehn, K., Patro. S., and Zhao, M. (2005), Governance Indices and Valuation Multiples: Which Causes Which? Working Paper, University of Pittsburgh.
24. Liu, J., Doron, N., Jacob, T. (2002), Equity valuation using multiples, *Journal of Accounting Research*, 40 (2002) 135–172.
25. Loughran, T., Wellman, J.W. (2010), New Evidence on the Relation between the Enterprise Multiple and Average Stock Returns, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Dec 2011, Volume: 46 Issue: 6
26. Pereiro, L., *Valuation of Companies in Emerging Markets: A Practical Approach*, Hoboken, N.J., SUA: Wiley.
27. Minjina, D.I., Relative Performance of Valuation Using Multiples, Empirical Evidence on Bucharest Stock Exchange *Review of Finance and Banking*, December 2009, 1(1) (2009) 35–53.
28. Abuaf, N., Valuing Emerging Market Equities - The Empirical Evidence / Pace University - Lubin School of Business; Samuel Ramirez and Co., *Journal of Applied Finance*, 2 (2011).
29. Penman, S.H., Zhang X.-J., (2002), Modeling Sustainable Earnings and P/E Ratios with Financial Statement Analysis, Working Paper (Columbia University and University of California, Berkeley).
30. Pereiro, L. (2006), The Practice of Investment Valuation in Emerging Markets: Evidence from Argentina, *Journal of Multinational Financial Management*, 16 (2006) 160–183.
31. Ramcharan, H., An empirical analysis of the determinants of the P/E ratio in emerging markets, *Emerging Markets Review*, 3 (2002) 165–178.
32. Schreiner, A. (2007), *Equity Valuation Using Multiples: An Empirical Investigation*, Academic Network, Roland Berger Strategy Consultants, Wiesbaden: DUV Gabler Edition Wissenschaft.
33. Zarowin, P. (1990), What Determines Earnings – Price Ratios: Revisited, *Journal of Accounting, Auditing, and Finance*, Summer (1990) 439–457.
34. Ramcharan, H (2002), An empirical analysis of the determinants of the P/E ratio in emerging markets, *Emerging Markets Review*, 2(3) (2002).

PECULIARITIES OF MARKET APPROACH APPLICATION: RECENT RESEARCH ON DEVELOPED AND EMERGING MARKETS

Danilov Eugeni, Ibragimova Khazina, Nesterenko Eugeniya, Chalov Igor,

Masters of program «Strategic management of corporate finance», NRU-HSE

Ulugova Aziza,

Intern investigator of Laboratory of Corporate Finance;

Master of program «Strategic management of corporate finance», NRU-HSE

JEL: G32

Key words: emerging capital markets, market approach, multiples selection

Abstract

Comparative valuation is based on the market prices of similar companies and actually obtained financial results. Despite the fact that the method represents an approach which is quite easy to implement compared to the income approach, there are still some issues to be kept in mind regarding applicability of a set of multiples, accuracy of valuation, inter-country features and adjustments to be made.

An essential step in a correct and precise process of company's valuation from both the theoretical and practical points of view is making an adequate decision about methodology choice on the basis of allowances for company's features, market environment and economic situation. Comparative valuation is based on an analysis of several peer companies which implies existence of a mature liquid market with a bunch of players giving wide scope for determining potential analogues. Even partial violation of the basic assumption leads to a forthcoming of obstacles in using the method without detailed and complicated analysis.

It is not only the problem of choosing the right approach to a group of multiples' definition to be faced, but also an issue of the right use of multiples: there is a group of potential factors which can affect the specifics of multiples for companies operating on the different markets. This raises the question about the need of adjusting financial variables for different countries as there are no absolutely identical markets and, thus, close analogues. Moreover, deep understanding of determinants and drivers of multiples enables researchers to evaluate a company in a more precise way through the choice of the most applicable similar firms. It is also worth mentioning that a process of valuation includes not only a company's valuation but also a valuation quality control for further minimizing an error.

The practical complexity of comparative valuation application generates a bunch of methods and methodologies that can be implemented. This paper is dedicated to recent studies of comparative valuation through different elements of the theoretical framework including company features, market environment and country specifics.

References

1. Abuaf N. Valuing emerging market equities - The empirical evidence In: Samuel Ramirez and Co., Pace University - Lubin School of Business. Journal of Applied Finance, 2011, 2.
2. Agrawal S., Monem R., Ariff M. Price to book ratio as a valuation model: An empirical investigation. Finance India, 1996, 2(10), pp. 333–344.
3. Alford A. W. The effect of the set of comparable firms on the accuracy of the price-earnings valuation method. Journal of Accounting Research, 1992, 30, pp. 94–108.
4. Anderson K., Brooks C. Decomposing the price-earnings ratio. Journal of Asset Management, 2005, 6(6), pp. 456–469.

5. Arouri M., Liu C. Stock craze: an empirical analysis of PER in Chinese equity market. *Economics Bulletin*, 2008, 1(14), pp. 1–17.
6. Billings B., Morton R. Book-to-market components, future security returns, and errors in expected future earnings. *Journal of Accounting Research*, 2001, 39(2), pp. 197–219.
7. Black B. The Corporate governance behavior and market value of Russian firms. *Emerging Markets Review*, 2001, 2, pp. 89–108.
8. Black B.S., Hasung J., Woonchan K. Does corporate governance affect firms' market values? Evidence from Korea. *Journal of Law, Economics, & Organization*. Forthcoming, working paper, 2006. Available at: <http://ssrn.com/abstract=311275>.
9. Black B.S., Love I., Rachinsky A. Corporate governance and firms' market values: Time series evidence from Russia. *Emerging Markets Review*, 2006, 7(4), pp. 361–379.
10. Branch B., Sharma A., Gale B., Chichirau C., Proy J. A price to book model of stock prices, 2009. Retrieved. Available at: <http://www.westga.edu/~bquest/2005/model.pdf>.
11. Chirkova E.V. Kak otsenit' biznes po analogii [How to value business using comparables]. Moscow, Alpina Business Books, 2005.
12. Cooper I., Cordeiro L. Optimal equity valuation using multiples: The number of comparable firms. Working Paper, SSRN, 2008.
13. Damodaran A. Volatility rules: Valuing emerging market companies. Stern School of Business, 2009.
14. Dittmann I., Weiner C. Selecting comparables for the valuation of European firms. Working Paper, Collaborative Research Center, Humboldt University, Berlin, 2005.
15. Erb C. B., Harvey C.R., Viskanta, T.E. Political Risk, Economic Risk and Financial Risk. Fuqua School of Business Working Paper No. 9606, May 6, 1996.
16. Faezinia V. The quantitative study of effective factors on price-earnings ratio in capital market of Iran. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, 2012, 10(3).
17. Fairfield P. P/E, P/B and the present value of future dividends. *Financial Analysts Journal*, 1994, 4(50), pp. 23–31.
18. Funda S. An Empirical investigation of the relationship among P/E Ratio, stock return and dividend yields for Istanbul Stock Exchange. *International Journal of Economics and Finance Studies*, 2010, 1(2).
19. Harbula PhD ASA valuation multiples: accuracy and drivers evidence from the European stock market, 2009, 4(28).
20. Herrmann Volker, Richter, F. Pricing with performance-controlled multiples. *Schmalenbach Business Review*, 2003, 55, pp. 194–219.
21. Koller T., Goedhart M., Wessels D. Valuation: measuring and managing the value of companies. 5th edition. Wiley, Hoboken, NJ, 2010.
22. Kuznetsov I.A. Otsenka stoimosti kompanii metodom rynochnykh sravnenii na razvivaiushchikhsia rynkakh kapitala [Company valuation through comparables in emerging capital markets]. Avtoreferat diss. ... kand. nauk [Candidate of sci. diss.abstract]. Moscow, 2009.
23. Lehn K., Patro S., Zhao M. Governance indices and valuation multiples: which causes which? Working Paper, University of Pittsburgh, 2005.
24. Liu J., Doron N., Jacob T. Equity valuation using multiples. *Journal of Accounting Research*, 2002, 40, pp. 135–172.
25. Loughran T., Wellman J.W. New Evidence on the relation between the enterprise multiple and average stock returns. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Dec 2011, Volume 46, Issue 6.

26. Minjina D.I. Relative Performance of valuation using multiples, empirical evidence on Bucharest stock exchange. *Review of Finance and Banking*, December 2009, 1(1), pp. 35–53.
27. Penman S.H., Zhang X.-J., Modeling Sustainable Earnings and P/E Ratios with Financial Statement Analysis. Working Paper, Columbia University and University of California, Berkeley, 2002.
28. Pereiro L. Valuation of Companies in Emerging Markets: A Practical Approach. Hoboken, N.J., SUA: Wiley.
29. Pereiro, L. The Practice of investment valuation in emerging markets: Evidence from Argentina. *Journal of Multinational Financial Management*, 2006, 16, pp 160–183.
30. Ramcharran H An empirical analysis of the determinants of the P/E ratio in emerging markets. *Emerging Markets Review*, 2002, 2(3).
31. Ramcharran H. An empirical analysis of the determinants of the P/E ratio in emerging markets. *Emerging Markets Review*, 2002, 3, pp. 165–178.
32. Sanjeev B., Lee C. Who is my peer? A valuation-based approach to the selection of comparable firms. *Journal of Accounting Research*, 2002, 40, pp. 407–439.
33. Schreiner A. Equity Valuation Using Multiples: An Empirical Investigation. Academic Network, Roland Berger Strategy Consultants. Wiesbaden, DUV Gabler Edition Wissenschaft, 2007.
34. Zarowin P. What determines earnings – price ratios. Revisited, *Journal of Accounting, Auditing, and Finance*, Summer 1990, pp. 439–457.