

На правах рукописи

Цой Розалина Александровна

**ОЦЕНКА РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ РОССИЙСКИХ
ПРОМЫШЛЕННЫХ КОМПАНИЙ С УЧЕТОМ ВЛИЯНИЯ
КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ**

Специальность 08.00.10 – финансы, денежное обращение и кредит

ДИССЕРТАЦИЯ

на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Ростов-на-Дону-2007

ОГЛАВЛЕНИЕ

| | |
|--|-----|
| Введение..... | 3 |
| Глава 1. Современные тенденции развития теории оценки бизнеса и управления стоимостью компании..... | 11 |
| 1.1. Роль оценки бизнеса в концепции управления стоимостью компании | 11 |
| 1.2. Взаимосвязь концепции управления стоимостью и принципов корпоративного управления..... | 37 |
| Глава 2. Анализ влияния системы факторов на формирование рыночной стоимости российских промышленных компаний..... | 58 |
| 2.1. Разработка методических рекомендаций по оценке рыночной стоимости компании с учетом влияния основных факторов стоимости и качества корпоративного управления..... | 58 |
| 2.2. Регрессионный анализ разработанных эконометрических моделей рыночной стоимости компаний | 71 |
| 2.3. Отраслевые особенности формирования капитализации российских компаний..... | 83 |
| Глава 3. Направления использования результатов эконометрического моделирования в целях прогнозирования и оценки рыночной стоимости компаний..... | 106 |
| 1. Прогнозирование рыночной капитализации компаний на основе разработанных эконометрических моделей..... | 106 |
| 2. Использование эконометрических моделей для оценки влияния финансовых факторов и качества корпоративного управления на рыночную стоимость российских компаний..... | 120 |
| Заключение | 136 |
| Библиографический список..... | 142 |
| Приложения | 161 |

ВВЕДЕНИЕ

Актуальность темы исследования. Глобальное расширение рынков и рост конкуренции подталкивают компании к анализу факторов, лежащих в основе эффективности их деятельности. Из теории маркетинга известно, что конкурентоспособность любой фирмы зависит от совокупности большого количества финансовых и нефинансовых факторов. Одним из важнейших факторов повышения эффективности и инвестиционной привлекательности на современном этапе выступает качество корпоративного управления компании. Качественное корпоративное управление способствует эффективному использованию компаниями собственного и заемного капитала, а также обеспечению учета корпорацией интересов широкого круга заинтересованных лиц. Для оценки эффективности влияния этого и других факторов на конечные результаты деятельности компании все чаще используют рост её рыночной стоимости.

В рамках концепции управления стоимостью среди важнейших критериев успешности управленческой деятельности на разных ее уровнях рассматривают максимизацию рыночной стоимости предприятия или его отдельных подразделений. Управление с позиций стоимостного подхода хорошо сочетается с основными принципами корпоративного управления: прозрачностью и доступностью информации, подотчетностью менеджмента, повышением благосостояния собственников. Стоимостные методы позволяют создать такую систему материального поощрения сотрудников, которая решает классическую агентскую проблему. Стоимостный подход к управлению требует анализа существующих и разработки новых методов оценки стоимости предприятия (бизнеса) с целью планирования и постановки управленческих задач для ее максимизации.

В связи с этим достаточно актуальными представляются вопросы построения таких методик оценки предприятия, которые бы позволяли, во-первых, согласовывать результаты, полученные в рамках стандартных

подходов, во-вторых, учитывать не только финансовые составляющие стоимости, но также и уровень корпоративного управления в компании и, в-третьих, могли бы эффективно использоваться как самостоятельные методы оценки стоимости бизнеса. Этому и посвящена настоящая диссертация.

Степень разработанности проблемы. Вопросы теории и практики оценки бизнеса, стратегического управления компанией нашли достаточно широкое применение в работах как отечественных, так и зарубежных ученых. Именно за разработки в этой области были награждены Нобелевской премией Дж. Тобин (1981), Ф. Модильяни (1985), Г. Марковиц, М. Миллер и У. Шарп (1990), М. Скоулз и Р. Мертон (1997). Такие зарубежные авторы, как Г. Александр, И. Ансофф, Р. Брейли, Дж. Бэйли, А. Дамодаран, Г. Десмонд, К. Гриффит, Т. Коллер, Т. Коупленд, Р. Каплан, С. Майерс, Дж. Муррин, Д. Нортон, Ш. Пратт, В. Шарп, Дж. Фишмен, К. Уилсон внесли неоценимый вклад в разработку теорий стоимости и определили роль стоимостного подхода как естественного фактора эволюционных процессов в экономической науке.

Вместе с тем работы указанных авторов ориентированы на западный рынок, а накопленный преимущественно за рубежом опыт не всегда может быть применен в современных российских условиях. Особенно остро эти проблемы возникают при учете высокой степени неопределенности прогнозирования в условиях российской экономики, при использовании рыночной информации для целей оценки стоимости, при принятии стратегических решений на основе стоимостного подхода к управлению компанией. Как следствие, необходимо найти способы разрешения специфических проблем рыночной экономики России. Среди исследований российских ученых по данной тематике следует отметить труды Валдайцева С.В., Виленского П.Л., Виханского О.С., Волкова И.М., Герчиковой И.Н., Грязновой А.Г., Данилочкиной Н. Г., Ефремова В.С., Попова С.А., Рутгайзера В.М., Смоляка С.А., Федотовой М. А. и др. Вопросы практического применения управления стоимостью в российских компаниях исследовались в

работах И.А. Егерова, С. Мордашова, Ю.В. Козыря. Указанными авторами разработаны новые подходы к оценке стоимости компании, определению критериев принятия стратегических решений, оценке эффективности проектов, анализу и учету неопределенности при прогнозировании.

Такие российские ученые, как Авдашева С., Аукуционек С., Бандурин А., Бандурин В., Бухвалов А., Беликов И., Васильев Д., Гуриев С., Дементьев В., Долгопятова Т., Журавская Е., Капелюшников Р., Мальгинов Г., Мещеряков Э., Миркин Я., Радыгин А., Симачев Ю., Храброва И., Чиркова Е., Чуб Б., Шаститко А., Энтов Р., Яковлев А. и др. занимались вопросами влияния корпоративного управления в российских компаниях на их эффективность. Среди исследовательских центров, активно занимающихся этой проблематикой, следует выделить Государственный университет – Высшую школу экономики, Институт экономических проблем переходного периода, Фонд «Бюро экономического анализа» и Центр экономических и финансовых разработок.

Между тем, предлагаемые российскими учеными решения не охватывают все возникающие в рассматриваемой области проблемы. Например, мало изучены способы адаптации западных методик оценки стоимости компании к условиям российской изменяющейся экономической среды и взаимосвязь различных методов оценки между собой. Открытым остается вопрос влияния на рыночную стоимость компаний качества корпоративного управления. Отмеченные выше пробелы в теории и практике оценки стоимости компании и определили состав исследуемых в настоящей работе проблем.

Предметом исследования диссертационной работы являются экономические отношения, возникающие в процессе формирования рыночной стоимости корпораций и опосредующие влияние качества корпоративного управления.

Объектом исследования являются процессы формирования рыночной стоимости российских промышленных компаний.

Цель и задачи исследования. Целью диссертации является обоснование методов оценки рыночной стоимости российских компаний с учетом влияния качества корпоративного управления.

Для достижения поставленной цели в работе сформулированы основные **задачи:**

2. Раскрыть место оценки бизнеса в системе управления корпорацией.

3. Выявить границы использования концепции управления стоимостью современными российскими компаниями.

4. Исследовать влияние качества корпоративного управления на формирование рыночной стоимости российских промышленных компаний.

5. С помощью эконометрического моделирования разработать методические рекомендации по оценке рыночной стоимости компании, учитывающие качество корпоративного управления и показатели финансовой деятельности, и провести апробацию на примере российских предприятий;

Теоретико-методологическую основу диссертации составляют исследования отечественных и зарубежных ученых по теории стоимости капитала, теории оценочной деятельности, теории управления, инвестиционной теории, теории временной стоимости денег.

В процессе исследования в качестве инструментария применялись методы и приемы системного, экономического и статистического анализа, общенаучные методы познания (анализ, синтез, обобщение, логический метод, методы моделирования).

Диссертационная работа выполнена в рамках Паспорта специальности ВАК 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит, раздела 7. Оценочная деятельность, п. 7.7. Проблемы формирования рыночной стоимости организаций, функционирующих в различных сферах экономики.

Инструментарно-методический аппарат. При проведении исследования использовались такие методы экономического, математического и финансового анализа, как структурный, группировки и сравнения, функциональный и

коэффициентный, рейтинговый и балансовый, метод корреляционного анализа. Эконометрическое моделирование, проведенное с использованием программных продуктов операционной среды Windows XP Professional: Microsoft Word и Microsoft Excel, а также специализированных эконометрических программ Eviews 3.1 и STATA 8.0, позволило установить количественную оценку влияния основных финансовых показателей, качества корпоративного управления и макроэкономической среды на величину рыночной стоимости компаний.

Информационно-эмпирической базой диссертационного исследования послужили законодательные и нормативно-правовые акты Российской Федерации, официальные статистические материалы Федеральной службы государственной статистики. Для расчетов использовались данные Центрального банка России, НП «Фондовая биржа РТС», ОАО «Фондовая биржа РТС», ММВБ, ФБ «Санкт-Петербург», базы данных «Эмитент» ЗАО «Система комплексного раскрытия информации» (СКРИН), данные CORE-рейтинга Института корпоративного права и управления, Национального рейтинга корпоративного управления, присваиваемого агентством «Эксперт РА» совместно с Российским институтом директоров (РИД).

Рабочая гипотеза. Авторская гипотеза состоит в совокупности теоретических положений, согласно которым максимизация рыночной капитализации компании может быть достигнута путем управления финансовыми и нефинансовыми факторами стоимости, в том числе качеством корпоративного управления.

Положения, выносимые на защиту:

1. Комплексный подход к оценке рыночной стоимости компаний, учитывающий влияние не только финансовых факторов (величина чистых активов, показатели рентабельности и устойчивости), но и нефинансовых составляющих стоимости (качество корпоративного управления и состояние фондового рынка), обеспечивает высокую надежность полученных результатов

и возможность мониторинга влияния различных факторов при прогнозировании величины рыночной стоимости компаний;

2. Применение многофакторных моделей оценки бизнеса для целей управления стоимостью компании, построенных на пошаговом отборе показателей с помощью экономического и корреляционно-регрессионного анализа, позволит учесть различные факторы стоимости, совместить достоинства традиционных подходов и снизить их недостатки;

3. Адаптация теоретико-методических положений современных концепций управления стоимостью к специфическим условиям деятельности российских компаний позволит им сделать качественный шаг в своем развитии, обеспечит их успешное функционирование и высокую конкурентоспособность, поскольку повышение стоимости бизнеса является целью, достижение которой согласуется с интересами различных групп участников корпоративных отношений;

4. Величина рыночной стоимости имеет прямолинейную связь с качеством корпоративного управления, так как наличие системы корпоративного управления высокого уровня позволяет компании повысить свою инвестиционную привлекательность, снижая, таким образом, стоимость привлечения заемных средств.

Научная новизна диссертационного исследования состоит в разработке автором комплексного подхода к оценке рыночной стоимости с учетом влияния качества корпоративного управления. Благодаря этому были получены следующие результаты:

1. Обоснована целесообразность разработки и применения синтетических методов оценки бизнеса для целей управления стоимостью компании, поскольку появляется возможность отслеживать стоимость компании в динамике для оперативного мониторинга эффективности принимаемых решений.

2. Разработаны методические рекомендации по оценке рыночной стоимости компаний, заключающиеся в:

- способе отбора стоимостеобразующих показателей на базе пошагового экономического и корреляционно-регрессионного анализа, что позволит выявить ключевые для каждой конкретной компании факторы стоимости;
- формировании многофакторных регрессионных моделей на базе отобранных показателей, что позволит учесть наиболее существенные факторы, используемые в рамках каждого из трех традиционных подходов, что повысит результативность расчетных оценок;
- использовании синтетического метода оценки капитализации компаний, интегрирующего элементы затратного и доходного подходов, в котором учитываются как финансовые факторы (величина чистых активов, рентабельность и устойчивость предприятий), так и нефинансовые (качество корпоративного управления и состояние российского фондового рынка).

3. Выведены коэффициенты регрессионной модели оценки капитализации компаний, учитывающие совместное влияние отраслевой принадлежности и качества корпоративного управления на величину рыночной стоимости, которые позволяют доказать, что в компаниях с равной рейтинговой оценкой корпоративного управления, но различной отраслевой принадлежности, прибавка к величине рыночной стоимости за счет качества корпоративного управления не одинакова.

4. Доказано, что имеется положительная динамика темпов прироста рыночной стоимости компаний за счет качества корпоративного управления на основе определения коэффициентов регрессионной модели оценки капитализации компаний, учитывающих дату присвоения рейтингов корпоративного управления, что позволяет проследить процесс активизации внедрения стандартов корпоративного управления и сделать вывод о росте влияния этого фактора в формировании капитализации.

Теоретическая значимость работы заключается в обосновании необходимости внедрения концепции управления стоимостью в российских компаниях как подхода, положительно влияющего на повышение эффективности работы корпорации, при этом повышение качества корпоративного управления рассматривается как фактор, способствующий росту рыночной стоимости компаний, эффективности принимаемых управленческих решений, а также установлению баланса интересов всех заинтересованных сторон. Теоретические выводы диссертации могут быть использованы в дальнейшей исследовательской деятельности по данной тематике, а также в учебном процессе для студентов экономических специальностей при подготовке учебно-методических пособий и чтении курсов «Оценка бизнеса» и «Корпоративное управление».

Практическая значимость заключается в возможности использования полученных результатов:

- государственными органами при разработке направлений развития оценочной деятельности и корпоративного законодательства;
- различными категориями собственников и менеджеров для принятия решений в области стратегического управления компаниями;
- оценочными и инвестиционными компаниями в качестве дополнительного инструмента к традиционным подходам к оценке рыночной стоимости компаний;
- рейтинговыми агентствами при проведении процедур присвоения рейтингов в качестве экспресс-метода оценки качества корпоративного управления.

Логическая структура и объем диссертации определена целью, задачами и логикой исследования. Диссертационная работа изложена на 172 страницах машинописного текста, включает 14 рисунков и 28 таблиц и 4 приложений, состоит из введения, трех глав, включающих 7 параграфов, заключения, библиографического списка из 206 наименований.

Глава 1. Современные тенденции развития теории оценки и управления стоимостью компании

1.1. Роль оценки бизнеса в концепции управления стоимостью компании

По мере развития рыночных отношений в России стали возникать ситуации, в которых становится необходимым использовать технологии оценки бизнеса. В соответствии с Федеральными законами "Об оценочной деятельности", "Об акционерных обществах", "Об обществах с ограниченной ответственностью" и другими законодательными актами во многих ситуациях проведение оценки стоимости бизнеса является обязательным. Бурный рост рынка недвижимости вызвал спрос на оценку ее рыночной стоимости. Оценка бизнеса необходима в рамках финансового анализа компании при выработке стратегии ее развития, при решении вопросов о вторичной эмиссии, слиянии, поглощении и других формах реструктуризации. Обоснование инвестиционных проектов и комплексное решение вопросов о привлечении инвестиций, в том числе западных инвесторов, также невозможно без привлечения услуг оценщиков. Таким образом, круг задач, связанных с оценкой бизнеса, существенно расширился.

Развитие оценочной деятельности в России, попытки внедрения в практику различных методик оценки, разработанных на Западе, показывает, что применение зарубежного опыта в российских условиях не всегда приводит к ожидаемому результату.

Согласно российскому законодательству¹ оценщик обязан использовать все три стандартных подхода к оценке², либо обосновать отказ от использования какого-либо из подходов. При полной и достоверной

¹ См.: Об оценочной деятельности: Федеральный закон от 29.07.1998 г. № 135-ФЗ // Собрание законодательства РФ. – 1998. - № 31. - ст. 3813 и Об утверждении стандартов оценки: Постановление Правительства Российской Федерации от 6.07.2001 г. № 519 // Собрание законодательства РФ. – 2001. - № 29. - ст. 3026

² Об утверждении стандартов оценки: Постановление Правительства Российской Федерации от 6.07.2001 г. № 519 // Собрание законодательства РФ. – 2001. - № 29. - ст. 3026

информации, полученной оценщиками в процессе оценки, все три подхода должны дать результаты, достаточно близкие по своему значению.

Таблица 1.1.1.

Сравнительный анализ подходов к оценке стоимости предприятий

| Подход | Преимущества | Недостатки |
|--------------------------|---|--|
| Затратный | Учитывает влияние производственно-хозяйственных факторов на изменение стоимости активов Дает оценку уровня развития технологии с учетом степени износа активов Расчеты опираются на финансовые и учетные документы, т.е. результаты оценки более обоснованы | Отражает прошлую стоимость Не учитывает рыночную ситуацию на дату оценки Не учитывает перспектив развития предприятия Не учитывает риски Статичен Отсутствуют связи с настоящими и будущими результатами деятельности предприятия |
| Доходный | Учитывает будущие изменения доходов, расходов Учитывает уровень риска (через ставку дисконта) Учитывает интересы инвестора | Сложность прогнозирования будущих результатов и затрат Возможно использование нескольких норм доходности, что затрудняет принятие решений Не учитывает конъюнктуру рынка Трудоемкость расчетов |
| Рыночный (сравнительный) | Базируется на реальных рыночных данных Отражает существующую практику продаж и покупок Учитывает влияние отраслевых (региональных) факторов на цену акций предприятия | Недостаточно четко характеризует особенности организационной, технической, финансовой подготовки предприятия В расчет принимается только ретроспективная информация Требует внесения множества поправок в анализируемую информацию Не принимает во внимание будущие ожидания инвесторов |

Источник: Есипов В. Е., Маховикова Г. А., Терехова В. В. Оценка бизнеса. 2-е изд. – СПб.: Питер, 2006, с. 76

В таблице 1.1.1. приводится сравнительный анализ традиционных подходов к оценке стоимости предприятий. По этим данным можно сделать вывод, что ни один из них не может быть использован в качестве основного. Поэтому для определения итоговой величины рыночной стоимости компании анализируются преимущества и недостатки использованных подходов и качество полученной информации с присвоением каждому подходу весового

коэффициента. Однако хотелось бы отметить, что присвоение коэффициентов является прерогативой оценщика, т.е. имеют существенную зависимость от его квалифицированности и непредвзятости.

Кроме того, как указывается в [25, с. 77] прямое применение классических методов в России затруднено в силу объективных причин:

1. Незрелость российского рынка ценных бумаг. В настоящее время котируются акции около 2000 предприятий, из них реально торгуется не более 150.
2. Информационная закрытость. Применение сравнительного подхода затруднительно, поскольку отсутствует адекватная база для сравнения с аналогами.
3. Необходимость внесения большого количества корректировок, связанных с непрозрачностью бухгалтерской отчетности.
4. Неопределенность с долгосрочным планированием в российских условиях (как правило, в России планируется деятельность на один год) приводит к сложности в применении доходных способов оценки. В основном используются ретроспективные данные за прошлые периоды.
5. Бухгалтерская оценка активов значительно занижена по сравнению с рыночной. Необходима рыночная переоценка всех основных фондов и нематериальных активов.
6. Традиционные методы оценки дают «точечный» во времени результат, который не может использоваться для оперативного или стратегического управления предприятием. Ни одна из обязательных для оценки ситуаций не предполагают возможность дальнейшего мониторинга.

Доходный метод наиболее точно отражает стоимость компании как бизнеса, то есть работающего механизма, приносящего прибыль. Однако использование прогнозных данных позволяет усомниться в точности расчетов.

Источники информации для использования сравнительного метода весьма ограничены. Российский рынок корпоративного контроля (банкротства и слияния и поглощения) действует в основном вне организованных фондовых рынков и объем перераспределения акций в экономике (промышленности) России, проходящий вне организованных рынков, в принципе трудно оценить. Существуют относительно достоверные оценки ФКЦБ (теперь ФСФР) и Национальной ассоциации участников фондового рынка (НАУФОР) по соотношению биржевого и внебиржевого оборотов в деятельности профессиональных участников фондового рынка, которое составляет примерно 42—44 к 58—56% общего объема сделок на организованном рынке³. Некоторые эксперты полагают, что объем обращения акций вне организованных рынков как минимум в 3—4 раза превосходит объем сделок на них⁴.

В российских условиях имущественный подход к оценке предприятий наиболее актуален. Это обусловлено в первую очередь наличием достоверной и доступной исходной информации для расчетов (так как основной информационной базой имущественного подхода является баланс предприятия), а также использованием в определенной мере известных, традиционных для отечественной экономики затратных подходов к оценке стоимости предприятия. Основным недостатком имущественного подхода является то, что он не учитывает будущие возможности предприятия в получении чистого дохода. Кроме того, расчет стоимости на основе затратного подхода не дает возможности выявления источников создания стоимости, а, следовательно, исключает управление ими.

До недавнего времени оценка стоимости рассматривалась в отрыве от целей и задач стратегического управления и финансового менеджмента. Оценочная деятельность в основном использовалась в ситуациях, требуемых

³ См. Анализ и прогноз развития финансовых рынков в России: Доклад, подготовленный в рамках проекта ТАСИС «Содействие Министерству экономического развития и торговли Российской Федерации» / Григорьев Л., Гурвич Е., Саватюгин А. и др. - М., 2003.

⁴ Конкуренция на рынках небанковских финансовых услуг / С. Б. Авдашева, Ю. А. Данилов, Р. А. Кокорев и др.; Бюро экономического анализа. - М.: ТЕИС, 2002. - 351 с.

законом – в целях налогообложения, для выкупа акций у акционеров при крупных сделках, при национализации имущества, формировании уставного капитала, ипотечном кредитовании физических лиц и юридических лиц и т.д. Такая оценка не требовала глубокого анализа бизнес - процессов оцениваемых компаний, исследования всевозможных рисков, присущих этому бизнесу.

Однако в последние годы роль оценки резко повысилась, и связано это с внедрением новой концепции управления предприятием – управления на основе рыночной стоимости предприятием. В рамках данной концепции среди важнейших критериев успешности управленческой деятельности на разных ее уровнях рассматривают максимизацию рыночной стоимости предприятия или его отдельных подразделений. Опыт развитых стран показывает, что рост стоимости предприятия (бизнеса) предопределяет долгосрочное и устойчивое его функционирование, способствует повышению благосостояния общества и социально-экономического развития страны.

Использование ранее разработанных методов и приемов для оценки эффективности управленческой деятельности затруднено в условиях изменившихся экономических отношений. Для целей управления стоимостью бизнеса наиболее применим доходный подход, поскольку именно он позволяет определить факторы, с помощью которых возможно осуществлять воздействие на стоимость компании. Управление факторами стоимости в рамках имущественного подхода представляется затруднительным в силу того, что нет возможности учесть эффективность деятельности организации. Сравнительный же подход не применим для целей управления стоимостью по определению, поскольку основан на ценах сделок с аналогичными объектами на рынке.

Как правило, эффективность работы предприятия оценивается на основе анализа различных финансовых показателей, таких как чистая прибыль, рентабельность инвестиций, рыночная стоимость предприятия. Однако при принятии стратегических решений необходимо учитывать преимущества и недостатки использования этих показателей на практике. До недавнего

времени подавляющее большинство отечественных и зарубежных авторов (Боумен К., Фишер С., Дорнбуш Р., Шмалензи Р., Пиндайк Р., Рубинфельд Д., Аганбегян А.Г., Васильев В.В., Горфинкель В.Я., Завлин П.Н., Казаков А.П., Ковалев В.В., Минаева Н.В., Нечитайло А.И. и др.) в качестве основного показателя эффективности рассматривали абсолютный размер прибыли. Так, Боумен отмечал в [17, с. 18-19.] «...для коммерческих организаций целевая ориентация, так или иначе, связана с прибыльностью бизнеса... Все прочие цели рано или поздно будут отодвинуты экономическим субъектом на второй план и выступят лишь средством достижения прибыльности, поскольку последняя обуславливает сам факт существования (выживания, процветания) фирмы». Однако, как указывали Брейли и Майерс в [16, с. 86-89], использование прибыли в качестве целевого критерия обладает рядом существенных недостатков:

- прибыль не отражает реального движения денежных средств;
- при ее расчете не учитываются производимые в течение отчетного периода инвестиции, которые требуют расходования денежных средств;
- использование различных методов учета амортизации, оценки стоимости имущества, отчислений на НИОКР, валютных операций, приобретаемых активов и т.д. может привести к искажению бухгалтерских показателей;
- размер рассчитываемой прибыли существенно зависит вида прибыли, используемой в качестве показателя эффективности управления (бухгалтерская, налогооблагаемая, управленческая, чистая и т.д.), и от применяемой в компании системы бухгалтерского учета.
- показатели прибыли отражают результаты деятельности организации за прошедший период времени, а не ее перспективные возможности и будущий потенциал.

Основной недостаток традиционных показателей (выручка, прибыль, рентабельность, производительность и т.п.) управленческих концепций состоит в том, что у них отсутствуют взаимосвязанные критерии

эффективности. Следствием этого является трудность оценки итогового состояния компании в результате совокупного влияния действий, осуществленных на базе указанных принципов, не всегда можно однозначно сопоставить затраченные средства с полученным эффектом. Убедиться в этом можно при расчете частных показателей эффективности: фондоотдачи, рентабельности нематериальных активов и др., в которых не учитывается человеческий фактор, от которого зависит эффективность использования всех видов ресурсов. Традиционная система показателей также не позволяет создать систему мотивации работников, которая бы адекватно соответствовала бы их вкладу по достижению цели эффективности функционирования всей организации.

На рубеже 80-90-х гг. XX в. в американской бизнес-культуре сформировалась концепция управления, которая в англоязычной литературе получила название Value-Based Management (VBM), а в русскоязычной — управление стоимостью (ценностью) компании. Концепция VBM основана на хорошо известном из классической политэкономии «экономическом взгляде» на бизнес. В рамках VBM основной финансовой целью компании является рост ее ценности для собственников (акционеров). Соответственно, все усилия компании должны быть направлены на достижение этой цели.

Оценка стоимости компании как инструмент финансового управления получила развитие из метода приведенной стоимости при планировании капитальных вложений и метода стоимостной оценки, разработанного лауреатами Нобелевской премии Мертоном Миллером и Франко Модильяни⁵. В течение 1990-х и начале 2000-х гг. принципы и методы управления стоимостью компании стали широко распространенными подходами в менеджменте: эти идеи используются в настоящее время западноевропейскими, канадскими, австралийскими, японскими компаниями, постепенно закрепляются в странах с развивающимся рынком капитала — в

⁵ См. Modigliani F., Miller M. H., "The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment" [Электронный ресурс]: American Economic Review. June 1958. Vol. 48. №3. P. 261-297. // <http://links.jstor.org/sici?sici=0002-8282%28195806%2948%3A3%3C261%3ATCOCCF%3E2.0.CO%3B2-3>

практике ряда латиноамериканских, южно-азиатских, турецких компаний. В настоящее время VBM начинает использоваться и в практике российских компаний.

Родоначальниками данной концепции выступают Альфред Раппопорт (Alfred Rappoport) и Беннет Стюарт (G. Bennett Stewart). Профессор бизнес-школы J. L. Kellogg университета Northwestern A. Раппопорт и Джоэл Штерн (Joel Stern) были первыми, кто занялся практической разработкой концепции оценки акционерной стоимости для планирования инвестиций и управления компаниями. Они не только продолжили исследования нобелевских лауреатов Миллера и Модильяни на прикладном уровне, но также разработали специализированное программное обеспечение и способствовали его распространению на рынке⁶. Книга А. Раппопорта [196] была первой, где были систематизированы принципы VBM. Именно она способствовала широкому распространению идеи управления компанией с целью максимизации ее стоимости. Альфред Раппопорт также является главным разработчиком т.н. Shareholder Value Scoreboard, т.е. системы показателей акционерной стоимости компаний, который ежегодно публикуется Wall Street Journal. Исследования доказали, что существует устойчивая корреляция между рыночной стоимостью компаний и показателем SVA (Shareholder Value Added, Акционерная добавленная стоимость), разработанным Раппопортом.

С работой Беннета Стюарта (Bennett Stewart) [200], связано становление модели добавленной экономической прибыли EVA (Economic Value Added). EVA® — зарегистрированный товарный знак консалтинговой компании Stern Stewart & Co., основанной в 1982 году Джоэлом Штерном и Беннетом Стюартом. Подход к измерению результатов экономической деятельности с использованием этого показателя очень быстро завоевал популярность в финансовом мире: более 300 компаний по всему миру, в том числе такие крупные инвестиционные банки, как Goldman Sachs и Credit Suisse First Boston

⁶ Консалтинговая компания Alcar Group (сейчас являющаяся частью LEK Consulting), основанная в 1979 году Раппопортом совместно с Карлом М. Ноублом, разработала и успешно распространяла специализированное программное обеспечение среди последователей, применивших подход на практике

используют EVA как основной инструмент оценки⁷. Кроме того, к настоящему моменту разработано специальное программное обеспечение и базы данных, значительно облегчающие анализ и оценку результатов экономической деятельности с точки зрения создаваемой компаниями стоимости. Компания Stern Stewart & Co. периодически публикует рейтинг 1000 компаний по показателю добавленной рыночной стоимости (Market Value Added, MVA). Этот показатель представляет собой дисконтированный поток EVA и отражает создание ценности для акционеров в долгосрочном плане. В России тоже есть компании, которые используют EVA – например, страховая компания "РОСНО" начала использовать данный показатель после ее приобретения немецкой группой Allianz.

Выпущенная в 1999 году консалтинговой компанией McKinsey книга Valuation: Measuring and Managing The Value of Companies ("Стоимость компаний: оценка и управление") стала настольной для менеджеров и бизнес-консультантов последнего десятилетия. Том Коупленд (Tom Copeland), Тим Коллер (Tim Koller) и Джек Мурин (Jack Murrin), используя опыт работы McKinsey & Co. и работы предшественников, в своей книге провели анализ предыдущих исследований и дополнили их собственными изысканиями, проработали множество практических вопросов и привели рекомендации по использованию описанных методик.

VBM представляет собой универсальную всеохватывающую систему управления организацией, которая по Раппопорту⁸ включает в себя четыре основных элемента: оценивание, стратегию, финансы и корпоративное управление.

1. Оценивание предполагает выбор модели и процедур определения стоимости компании для ее собственников, мониторинг её изменения, определение механизмов создания новой ценности.

⁷ Д. Л. Волков. Управление ценностью: показатели и модели оценки // Российский журнал менеджмента. – 2005. - Том 3. - № 4. - С. 70

⁸ Rappaport A. Creating shareholder value: The New Standard for Business Performance, New York, NY: The Free Press, 1986.

2. Стратегия разрабатывает корпоративные бизнес-стратегии, направленные на достижение целевой установки – повышение ценности компании для её собственников, таким образом, VBM может рассматриваться как отдельное направление стратегического менеджмента.
3. Финансы. На этом уровне определяются факторы, создающие стоимость, из них выделяются ключевые для каждого подразделения в отдельности и для всей корпорации в целом. Стоимость компании создается лишь тогда, когда доходы от инвестирования превышают затраты на вложенный капитал.
4. Корпоративное управление призвано согласовывать интересы собственников и менеджеров. КУ обосновывает систему измерения и материального стимулирования, предназначенную стимулировать деятельность сотрудников и высшего менеджмента компании, направленную на создание акционерной стоимости, решая, таким образом, агентскую проблему.

В [35, 196, 200] были сформулированы основные идеи VBM. На основе данных работ были созданы пакеты технологий и собственных рекомендаций, которые активно используются в консалтинговой деятельности компаний LEC/Alcar Consulting Group, McKinsey & Company, Stern Stewart & Co, Boston Consulting Group и HOLT Value Associates, PriceWaterHouse Coopers, KPMG, Accenture, Marakon, Deloitte Consulting/ Braxton Associates ATKearney, JLG Research. Такие известные инвестиционные институты, как Merrill Lynch, Goldman Sachs, Morgan Stanley Dean Witter, Credit Swiss First Boston и другие частные пенсионные фонды используют принципы VBM для финансового анализа компаний-эмитентов и новых показателей, отражающих динамику приращения инвестиционной стоимости капитала, в программах управления портфелем ценных бумаг, включая управление капиталом клиентов. Исследования результатов практического использования этих подходов в компаниях развитых западных стран [168; 174; 190; 191]

показывают, что по сравнению с контрольными выборками компаний, не использующих эти подходы, у сторонников этой концепции эффективность – повышается, затраты – снижаются, растут показатели оборачиваемости⁹.

В [155, р. 9] выделяется три ключевых элемента концепции управления стоимостью (VBM):

- 1) Главенствующая и постоянная цель организации – долгосрочное благосостояние акционеров, и именно этим определяется вся её деятельность;
- 2) Все затраты, инвестированные в основной капитал, в развитие бизнеса и в корпорацию в целом, должны быть обоснованы и рассчитаны. Стоимость (ценность) для акционеров создается только при условии, что отдача на вложенные средства превышает их альтернативную стоимость;
- 3) Система материального стимулирования должна быть увязана с внутренними показателями, используемыми компанией для прогнозирования и измерения результатов деятельности и информирующими менеджеров о степени выполнения этой основной цели, мотивируя их на максимизацию долгосрочного благосостояния акционеров. Внешние показатели деятельности компаний должны давать возможность прозрачно и правильно оценивать достигнутый результат и показывать потенциал создания стоимости в будущем.

Применение стоимостного подхода имеет некоторые преимущества перед альтернативными методиками управления компанией:

Во-первых, повышение стоимости становится той целью, ради достижения которой становится возможным объединение усилий всех контрагентов и заключение оптимальных компромиссов.

Во-вторых, стоимостной подход позволяет выделить ключевые факторы стоимости (т.е. те самые 20% показателей, которые, согласно «принципу Парето», определяют 80% стоимости компании) и на их основе создать систему управления бизнесом.

⁹ Ивашковская И. В. Управление стоимостью: вызовы российскому менеджменту // Российский журнал менеджмента. - 2004. - №4. - С. 113-132

В-третьих, стоимостной подход требует осуществления постоянного и максимально полного мониторинга деятельности компании, что значительно повышает качество и эффективность принимаемых решений (за счет предоставления руководителям и ключевым специалистам действительно оптимального объема, структуры и формата информации, необходимой для принятия решений).

В-четвертых, концепция управления стоимостью позволяет оптимально сочетать долгосрочные и краткосрочные цели бизнеса путем сочетания показателей стоимости и экономической прибыли.

В-пятых, использование ключевых показателей стоимости позволяет определить не только все точки "роста", но также учесть все затраты и риски ведения бизнеса компании.

В-шестых, управление стоимостью компании предполагает такую систему материальной компенсации сотрудников компании, которая будет напрямую «привязана» к размеру стоимости, созданной каждым сотрудником компании (путем определения, планирования и контроля ключевых факторов стоимости (КФС) в «зонах ответственности» сотрудников компании). Именно такая система вознаграждений позволяет избавиться от так называемой «агентской проблемы» (неискоренимое в альтернативных методологиях управления бизнесом противоречие между интересами владельцев бизнеса и наемных работников). Когда материальное вознаграждение наемных работников компании "привязано" к соответствующим КФС они становятся материально заинтересованными в их оптимизации, следовательно – в максимизации стоимости, создаваемой в их «зонах ответственности», а значит и в максимизации стоимости всей компании.

Управление с указанных позиций требует анализа существующих и разработки новых методов оценки стоимости предприятия (бизнеса) с целью планирования и постановки управленческих задач для ее максимизации. Для построения эффективной системы управления стоимостью бизнеса,

необходимо иметь инструмент измерения рыночной стоимости действующей компании (бизнеса). Именно оценка бизнеса, обеспеченная современными методами и алгоритмами и опирающаяся на развитое информационное обеспечение, может и должна выступать в качестве такого инструмента.

И текущее управление, и принятие эффективных стратегических решений должно осуществляться с позиций оценки стоимости компании. Профессиональная оценка во всем мире, прежде всего, является инструментом управления компанией, неотъемлемой частью процесса управления бизнесом. Лейтмотивом деятельности профессиональных оценщиков в развитых рыночных странах служит следующий лозунг: «Без оценки нет инвестиций, без инвестиций невозможен экономический рост, без экономического роста невозможна политическая стабильность»¹⁰.

А в Международных стандартах оценки¹¹ прямо указывается:

«1.3.4. Проводимый профессиональными оценщиками анализ играет существенную роль для обоснования решений, принимаемых участниками рынка. При отсутствии надежной информации рынки имущества не могут функционировать эффективно. Пользователям услуг по оценке, регулирующим организациям, правительственным органам, обычной публике необходимо лучше понять и оценить центральную роль профессиональных оценщиков (выделено автором) в эффективном функционировании рынка имущества.

4.3.4. Институты, осуществляющие функции регулирования в отношении профессиональной оценки, должны обеспечить соответствующие возможности для ее развития, так как эта профессия занимает центральное положение для надлежащего функционирования рынка имущества и в силу расширения экономики».

Как уже было сказано выше, использование традиционных методов не позволяют применять оценку в целях оперативного или стратегического управления предприятием. Все три применяемых оценщиками подхода имеют

¹⁰ Коростелев С.П. Основы теории и практики оценки недвижимости. — М.: «Русская Деловая Литература», 1997. - 221 с.

¹¹ Международные стандарты оценки / Г.И. Микерин, Н.В. Павлов. — М.: ИНТЕРРЕКЛАМА, 2003. — 384 с.

различную направленность, учитывают разные факторы стоимости и аспекты финансовой деятельности, отличается также используемая исходная информация. Поэтому при согласовании результатов определяются факторы, в наибольшей степени влияющие на величину стоимости объекта оценки (например, обладание определенными активами, генерируемые денежные потоки или положение на рынке). Это повышает субъективность оценки и дает основания оспорить полученный результат. Сложившаяся ситуация заставляет оценщиков все чаще задумываться о разработке комплексного метода оценки, который мог бы учитывать разнообразные факторы стоимости еще в процессе расчетов и сочетал бы преимущества каждого из классических подходов к оценке.

Изменение подходов к оценке управления на основе стоимости:

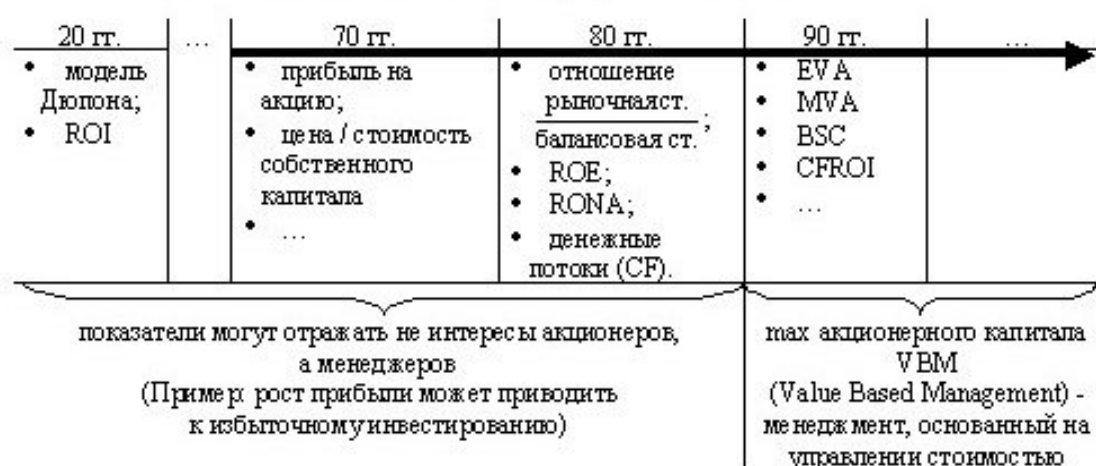


Рис. 1.1.1 Эволюция финансовых показателей в оценке эффективности управления

Источник: Рассказов С.В., Рассказова А.Н. Стоимостные методы оценки эффективности менеджмента компании/ Финансовый менеджмент.- 2002. -№3

В 80-90-х гг. XX столетия видными западными экономистами были предложены методы по оценке и управлению бизнеса на основе показателей экономической прибыли (см. рис 1.1.1). Наиболее известные показатели – Economic Value Added (EVA), Market Value Added (MVA), Shareholder Value Added (SVA), EBO (Edwards-Bell-Ohlson model), Cash Value Added (CVA) и Cash Flow Return on Investment (CFROI), опционная модель Блэка-Шоулза. В их

основе лежат основные факторы, влияющие на стоимость компании – затраты на собственный и заемный капитал и доходы, генерируемые существующими активами (при этом вид дохода может быть различным: прибыль, денежный поток и т.д.). Показатели на основе экономической прибыли с одной стороны, в наибольшей степени коррелируют с рыночной оценкой стоимости, а с другой стороны, могут быть использованы в оперативном управлении компанией. Применение этих методов, получивших широкое распространение на Западе, позволяет значительно уменьшить недостатки традиционных методов.

В частности, расчет EVA (*Economic Value Added*)¹² можно проводить по каждому отдельному периоду функционирования предприятия без дополнительного учета минувших событий и прогнозирования будущих исходя из оцененной на основе бухгалтерских данных величины задействованного капитала, в то время как традиционный NPV-анализ требует расчета необходимой величины инвестиций с точным определением объема и времени денежных потоков по периодам. Таким образом, сравнительный анализ плановых и фактически достигнутых показателей инвестиционного проекта значительно легче проводить с помощью EVA.

Кроме того, переоценка активов, которая проводится в рамках перехода на международные стандарты финансовой отчетности, учитывается в рамках EVA в виде стандартных проводок, т.е. переоценка автоматически отражается как на величине дохода, так и на размере задействованного капитала. При традиционном анализе в этом случае необходимо проводить новые перерасчеты показателей проекта путем изменения прогнозной величины ликвидационной стоимости активов.

В рамках управления стоимостью компании EVA можно использовать:

¹² Экономическая добавленная стоимость – это экономический эквивалент прибыли компании с учетом стоимости как заемного, так и собственного капитала. Концепция EVA разработана компанией Stern Stewart&C^o. Методика расчета экономической добавленной стоимости удачно сочетает простоту и возможность определения стоимости компании, а также мотивирует управленческий персонал к принятию эффективных инвестиционных решений. EVA является индикатором качества управленческих решений: постоянная положительная величина этого показателя свидетельствует об увеличении стоимости компании, тогда как отрицательная — о ее снижении.

- при оценке эффективности деятельности подразделений или компании в целом;
- при разработке оптимальной и справедливой системы премирования менеджмента;
- при составлении капитального бюджета.

Формула расчета экономической добавленной стоимости:

$$EVA = NOPAT - WACC * CE, \quad (1)$$

где NOPAT (*Net Operating Profit Adjusted Taxes*) — скорректированная чистая операционная прибыль после уплаты налогов;

WACC (*Weighted Average Cost of Capital*) — средневзвешенная стоимость инвестированного капитала (акционерного и заемного);

CE (*Capital Employed*) — размер используемого капитала.

Рассмотрим составляющие формулы EVA подробнее.

Величина чистой прибыли (NOPAT) рассчитывается исходя из данных отчета о прибылях и убытках подразделения, скорректированных на расходы на капитал:

$$\begin{aligned} \text{NOPAT} = & \text{Чистая прибыль до налогообложения} + \\ & \text{Проценты к уплате} + \text{Проценты по лизинговым платежам} + \\ & \text{Амортизация гудвилла} - \text{Сумма уплаченных налогов.} \end{aligned} \quad (2)$$

К сожалению, российская бухгалтерская отчетность зачастую не отражает реальных результатов деятельности предприятия и не позволяет получить полную информацию для вычисления EVA. Поэтому для расчета всех составляющих формулы лучше использовать данные управленческой отчетности, например отчетность по международным стандартам.

Размер капитала, используемого для расчета EVA, можно рассчитывать двумя способами:

1. исходя из суммы всех активов, которыми управляет данное бизнес-подразделение, за вычетом краткосрочных обязательств (перед поставщиками, бюджетом и т. д.), кроме краткосрочных кредитов;
2. и с точки зрения пассивов: к собственному капиталу компании добавляются сумма всех кредитов, текущая стоимость обязательств по лизингу и прочие долгосрочные обязательства.

Средневзвешенная стоимость инвестированного капитала (WACC) в самом общем виде рассчитывается следующим образом:

$$WACC = \sum k_i * w_i = k_e * w_e + k_d * w_d + k_{ps} * w_{ps}, \quad (3)$$

где w – удельный вес каждого источника в инвестированном капитале;

k_e – стоимость собственного капитала;

k_d – стоимость заемного капитала;

k_{ps} – стоимость нераспределенной прибыли или капитала, привлекаемого за счет выпуска привилегированных акций.

В случае если собственный капитал состоит только из обыкновенных акций:

$$WACC = k_e * w_e + k_d * w_d (1-T), \quad (4)$$

где T – ставка налога на прибыль.

Преимущества применения данной концепции в рамках управления стоимостью компании связаны с тем, что с помощью данного показателя можно несложно вполне адекватно и определить степень достижения подразделением, фирмой или отдельным проектом цели по увеличению рыночной стоимости. Однако необходимо отметить, что простота расчета показателя EVA лишь кажущаяся. Разработчик данной модели, Stewart G. Bennett, предусматривает внесение более 150 различных поправок и корректировок в первоначальные данные баланса предприятия, которые могут

применяться к показателю чистой прибыли для получения NOPAT в зависимости от особенностей конкретной компании.¹³ Их цель — отразить экономическую стоимость активов с большей точностью, чем это делается обычно в учетном балансе. При этом они, по всей видимости, изменяются при появлении новых регламентирующих документов. Таким образом, существует проблема неадаптированность к постоянно изменяющейся российской финансовой отчетности и условиям хозяйствования.

Показатели на основе экономической прибыли, например EVA, могут быть использованы в стратегическом управлении в комбинации с такими распространёнными инструментами стратегического анализа как матрица BCG¹⁴ и матрица рыночной привлекательности и конкурентных позиций¹⁵.

Совместное использование EVA и системы сбалансированных показателей BSC¹⁶ позволяет добиться эффекта синергии. Преимущество BSC состоит в целостности и системности, не требующей специальных знаний в области финансов и прикладной экономики, EVA обладает математической точностью. Объединяя положительные стороны обеих концепций, можно получить более эффективную структуру с усиленными прогностическими возможностями.

¹³ По данным журнала «Финансовый директор» в среднем компании, использующие EVA, применяют около 10 из них. См.: Хабаров М. Управление компанией с помощью EVA // Финансовый директор. – 2004. - №2

¹⁴ Матрица BCG (Boston Consulting Group, Бостонской консалтинговой группы) - представляет четыре стратегии роста (*звезда, дикая кошка, корова, собака*), на которые фирма может ориентироваться, исходя из вариантов соотношения *доля рынка фирмы/рост отрасли*. Появление модели BCG явилось логическим завершением одной исследовательской работы, проведенной в свое время специалистами консалтинговой компании BCG. См.: Boston Consulting Group Staff. Perspectives on Experience. Boston: Boston Consulting Group. (1968, reprint. 1970, 1972).

¹⁵ Матрица GE/McKinsey разработана в начале 1970-х годов совместно корпорацией General Electric и консалтинговой компанией McKinsey & Co.

¹⁶ Сбалансированная система показателей ("balanced scorecard") – один из инструментов, применяемых в рамках ВМ. Представляет собой набор целей (не обязательно финансовых), установленных в отношении каждого бизнес-процесса организации. Выполнение этих целей призвано вносить вклад в увеличение стоимости компании. Условие успешного применения метода состоит в ясности самой цели и её формулировки работникам организации. См. Kaplan, R. Norton. D. The Balanced Scorecard: Translating Strategy into Action. Harvard Business School Press, 1996

Таблица 1.1.2.

Характеристики организаций, успешно внедривших принципы VBM по сравнению к компаниям аналогичных сфер бизнеса, использующих традиционные формы организации бизнеса

| Характеристика компании | % |
|--|----|
| Повышение прозрачности в отношении создания и разрушения стоимости в компании | 87 |
| Заинтересованность работников в создании стоимости | 87 |
| Более эффективное использование ресурсов | 82 |
| Увеличение доходности акций по сравнению с конкурентами | 73 |
| Более тщательное планирование инвестиций | 69 |
| Построение более эффективной схемы ведения кредитных переговоров между бизнес-подразделениями и штаб-квартирой | 68 |
| Ориентация на долгосрочную, а не сиюминутную выгоду | 68 |

Источник: Haspeslagh, Philippe, Tomo Noda, and Fares Boulos, "Managing for Value: It's Not Just About the Numbers." Harvard Business Review (July-August 2001): 65-73.

Таблица 1.1.3.

Особенности организации бизнеса в традиционных организациях и организациях, ориентированных на рост их стоимости

| Традиционная организация | | Организация, ориентированная на рост стоимости |
|--|---|--|
| Распределение ресурсов по проектам | → | Распределение ресурсов по факторам создания стоимости |
| Как правило, годовое планирование бюджета | → | Преобладание стратегического планирования ресурсов |
| Ресурсы ограничены и бесплатны | → | Ресурсы не ограничены, но дороги |
| Менеджеры не располагают всей полнотой информации | → | Менеджеры располагают всей необходимой информацией |
| Источники уменьшения стоимости не известны и иногда игнорируются | → | Источники уменьшения стоимости идентифицируются и немедленно уничтожаются |
| Возможна частичная противоречивость целей подразделений организации | → | Цели подразделений не противоречат друг другу |
| Отчетность не полностью предоставляет необходимую информацию о финансовом положении организации | → | Посредством сбалансированной системы показателей отражаются цели, стратегии, а также дается оценка их достижения |
| Компенсационные модели вознаграждения персонала непосредственно не привязаны к процессу создания стоимости | → | Непосредственная связь вознаграждения с созданием стоимости |

Источник: Haspeslagh, Philippe, Tomo Noda, and Fares Boulos, "Managing for Value: It's Not Just About the Numbers." Harvard Business Review (July-August 2001): 65-73.

Зарубежные исследования показывают, что компании, использующие принципы VBM-управления, сформулированные в рамках рассматриваемой

концепции, имеют преимущество по отношению к компаниям аналогичных сфер бизнеса, использующих традиционные формы организации бизнеса (см. табл. 1.1.2.) вследствие использования более эффективной системы организации бизнеса (см. табл. 1.1.3.).

Тем не менее, концепция управления стоимостью компании имеет также свои недостатки. Так, Мертенс А.В. выделяет следующие слабые моменты данной теории¹⁷:

Во-первых, стоимость бизнеса крайне трудно оценить объективно, поскольку используются прогнозные данные о потоках доходов, дисконтируемых по рассчитываемой ставке дисконтирования.

Во-вторых, рыночная цена акций точно отражает стоимость акционерного капитала компании только в условиях совершенного и информационно эффективного финансового рынка.

В-третьих, механизмы, увязывающие благосостояние менеджера с рыночной стоимостью компании, не всегда эффективны. Менеджеры могут манипулировать информацией, приводящей к повышению рыночной цены акций, в своих интересах, что может привести к ситуациям подобным с "Enron", "Worldcom" и т. п.)

В-четвертых, собственник не всегда заинтересован в повышении стоимости принадлежащего ему бизнеса. По принципу «синицы в руке», интересы некоторых собственников могут быть ограничены лишь текущим потреблением, а не увеличением стоимости в долгосрочной перспективе. Более того, в борьбе за власть, за увеличение своей доли, собственник может принимать решения, прямо наносящие ущерб компании.

В-пятых, решения, повышающие стоимость бизнеса, не всегда являются общественно эффективными. Желая увеличить прибыль, компании могут стремиться к монопольной власти над рынком, снижению налоговых платежей, что не соответствует общественным интересам.

¹⁷ См.: Мертенс А. Стоимость компаний в теории и на практике // Финансовый директор. – 2002. - №5

Кроме того, другие критики указывают на неспособность одного, пусть даже интегрированного показателя стоимости отражать все многообразие фирмы и ее стратегий¹⁸. Эти авторы поддерживают концепцию управления и оценки стоимости компаний на основе сбалансированной системы показателей¹⁹ (Balanced ScoreCard, BSC), учитывающей такие нефинансовые факторы, как доля рынка, качество продукции и т.п.

В то же время, не только Мертенс, но и другие видные западные и российские ученые, признают тот факт, что стоимость компании является все же наиболее объективным из всех критериев оценки эффективности решений по управлению бизнесом (особенно стратегических), а также наиболее полно учитывающим интересы заинтересованных сторон.

По поводу указанных недостатков можно отметить следующее:

1. Для целей управления стоимостью компании необходима разработка и комплексного метода оценки, который мог бы учитывать разнообразные факторы стоимости еще в процессе расчетов и сочетал бы преимущества каждого из классических подходов к оценке. На наш взгляд сочетание метода чистых активов (определяющего базовую стоимость компании как имущественного комплекса) в комбинации с методами на базе показателей экономической прибыли позволит получить оценку стоимости, в наибольшей степени учитывающий все факторы создания стоимости: размер чистых активов, доходность (собственного капитала, инвестиций, совокупных активов), возможные риски и влияние фондового рынка. Сравнительный анализ результатов, полученных с помощью различных методов оценки, позволяет обосновать принятие стратегических решений, таких как определение направлений инвестирования, выбор вариантов

¹⁸ См., например: Olve, Nils-Goran; Peal, Carol-Johan; Roy, Jan; Roy, Sofie. Twelve years later: Understanding and realizing the value of balanced scorecards. *Ivey Business Journal*, Vol. 68 Issue 5, 7 p., May/June 2004; Frigo, Mark L. Strategy and the Balanced Scorecard. *Strategic finance*, Vol. 84 Issue 5, 3 p., Nov 2002.

¹⁹ Сбалансированная система показателей ("balanced scorecard") – один из инструментов, применяемых в рамках ВМ. Представляет собой набор целей (не обязательно финансовых), установленных в отношении каждого бизнес-процесса организации. Выполнение этих целей призвано вносить вклад в увеличение стоимости компании. Условие успешного применения метода состоит в ясности самой цели и её формулировки работникам организации. См. Kaplan, R. Norton. D. *The Balanced Scorecard: Translating Strategy into Action*. Harvard Business School Press, 1996

распоряжения собственностью (продажа, ликвидация, реорганизация), смена продуктового ряда, а также оперативных решений, связанных с мотивацией персонала и мероприятиями по увеличению прибыли.

2. В целях управления необходимо использовать оценку стоимости компании, рассчитанную на основании инсайдерской информации как наиболее полной и поэтому эффективной.

3. Использование бухгалтерской отчетности, составленной по международным стандартам, заверенной независимым аудитором, должно снизить возможность манипулирования информацией. Привязка вознаграждения менеджмента к долгосрочным показателям снимает риск принятия решений, максимизирующих краткосрочные результаты в убыток долгосрочным.

4. Рост реальных доходов населения, который за последние три года составил 34,3%, вызвал интерес к долгосрочным инвестициям. По данным Национальной лиги управляющих (НЛУ) объем средств, привлеченных в паевые инвестиционные фонды, только за первые три месяца 2006 года вырос почти вдвое: в январе было продано паев на 2,68 млрд. руб., а в марте уже на 5,19 млрд. руб.²⁰ Таким образом, все больше собственников ориентируются на долгосрочный результат.

5. Антимонопольное регулирование, совершенствование корпоративного законодательства и системы правоприменения должно решить пятую проблему, которая впрочем, присуща всем системам оценки эффективности деятельности компании.

И последнее, но не менее важное замечание. Успешное применение концепции VBM в действительности требует фундаментальных изменений корпоративной культуры в целом. Результаты крупного исследовательского проекта в области практического использования VBM, проведенного Филиппом Хаспеслафом (Philippe Haspeslaugh), Томо Нодой (Tomo Noda) и Фаресом Баулосом (Fares Boulos), показали, что практическое внедрение этой

²⁰ Капитан М., Веретенников Д. Счастье на паях. // D' - 2006. - №5. - с. 20

программы в практику намного сложнее, чем это представляется сторонниками данной теории, и требует огромного терпения, больших затрат энергии и денежных средств. Согласно исследованию авторов, все компании, которым удается успешно применять программы VBM на практике, обладают пятью основными общими характеристиками.

Во-первых, они стараются сделать ясными и публичными свои обязательства в отношении *shareholder value* (биржевой стоимости акции). Во-вторых, посредством обучения они создают окружающую среду, восприимчивую к любым изменениям, которые может повлечь действующая программа VBM. В-третьих, они сделали тренинги более эффективными, увязав их с разнообразными способами поощрения, привязанными к критериям качества работы VBM в компании, что воспитывает у служащих чувство собственности, как в самой компании, так и во время участия в программе. В-четвертых, они прибегали к существенным изменениям организационной структуры, чтобы дать возможность всем своим работникам принимать те самые создающие стоимость решения. Наконец, изменения, внедренные в системы и процессы функционирования компании, были всесторонними и содержательными, а не узко сосредоточенными на финансовых отчетах и системе компенсации.

Среди российских компаний, внедривших в свою практику концепцию управления стоимостью, можно выделить РАО «ЕЭС России»²¹, ОАО «Лукойл»²², ОАО «РОСНО»²³. В 2002 году, по данным исследований, проведенных компанией «Ward Howell International», в крупных российских компаниях начался процесс внедрения схем мотивации высшего звена управления (топ-менеджеров), ориентированных не только на краткосрочный, но и на долгосрочный результат. Ключевым будет являться внедрение долгосрочного компонента и строгое соблюдение формализованных условий

²¹ Гусева И., Чурилин В. Максимизация стоимости энергокомпаний // Энергорынок. – 2004. - №1

²² Хабаров М. Управление компанией с помощью EVA // Финансовый директор. – 2004. - №2

²³ Хабаров М. Реорганизация финансово-экономической службы предприятия // Финансовый директор. – 2003. - №2

начисления и выплаты переменной части компенсации (бонусов), в частности, программ наделения менеджеров и других служащих опционами на покупку акций компаний по заранее установленной льготной цене с целью повышения их заинтересованности в результатах деятельности и усиления их лояльности к фирме. Среди холдинговых структур в 2004 году 35% имели опционный план, в 24% осуществляли долгосрочное стимулирование через долю прибыли или в связи с ростом капитализации²⁴. Опционные программы вознаграждения менеджеров в период с 2001 по 2006 годы использовались в таких крупных компаниях, как «Вимм-Билль-Данн», «Вымпелком», «Газпром», IBS, ЛУКОЙЛ, ЮКОС; «Альфа-групп», «Мобильные телесистемы», РАО "ЕЭС России", РБК и др. А в 2006 году о введении подобных программ заявили по меньшей мере 18 крупных компаний, в их числе «Роснефть», «Комстар», «Система-Галс», «Ситроникс», «Миракс групп», «Полус золото» и «Энергомашиностроительный альянс»²⁵. Специалисты связывают этот процесс с массовым выходом российских компаний на фондовый рынок с IPO – «компании, которые становятся публичными, нуждаются в том, чтобы менеджмент работал на повышение их капитализации»²⁶.

Следует заметить, что современный российский фондовый рынок создает трудности для применения концепции создания акционерной стоимости в том виде, в котором она применяется в экономически развитых странах. Тем не менее, активизация процессов слияний и поглощений, развитие рынка корпоративного контроля, выход на международные рынки капиталов – все это способствует распространению VBM в нашей стране. Экономический рост, укрепление рубля, бюджетный и внешнеторговый профицит носят достаточно устойчивый характер и уже привели к присвоению инвестиционного рейтинга от всех трех международных рейтинговых агентств (Fitch, Standard&Poor's и Moody`s). Это означает, что в отечественный рынок теперь смогут

²⁴ Зарплаты топ-менеджеров российских холдингов и крупных компаний: результаты исследования Ward Howell International. [Электронный ресурс] // www.aksionbkg.ru/library/91/108/?i_695=7187

²⁵ Фуколова Ю, Черникова А Опционеры компании – стоит ли давать акции работникам // Секрет фирмы.- 2002. - №5

²⁶ Лисицин Д. Фантомная доля // Секрет фирмы.- 2007. - №1

вкладываться самые богатые и уважаемые инвестиционные фонды мира – пенсионные, что придаст дополнительный импульс развитию, как фондового рынка, так и всей экономики в целом.

Таким образом, из всего вышесказанного можно сделать несколько выводов:

1. Применение принципов VBM в российских компаниях оправдано по следующим причинам:

-Прежде всего, зарубежная и отечественная практика показала, что VBM является одной из наиболее совершенных систем управления эффективностью бизнеса;

-Определение ключевых показателей эффективности позволяет идентифицировать источники уменьшения и роста добавленной стоимости, так как результатам каждого бизнес-процесса соответствует определенный набор количественных показателей, учитываемых при расчете общей стоимости компании;

-Подбор ключевых показателей эффективности, индивидуальных для каждого подразделения и компании в целом, позволяют создать гибкую систему управления, в наибольшей степени соответствующую условиям конкретной компании и органично встроить ее в общую модель управления организацией;

-Постоянный мониторинг состояния внутренних и внешних факторов, проводимый в рамках управления стоимостью компаний, позволяет менеджменту своевременно идентифицировать свои сильные и слабые стороны по отношению к конкурентам и соответственно вносить корректировки в план мероприятий по увеличению создаваемой стоимости;

-В рамках рассматриваемой концепции четко прослеживается связь между критериями оценки эффективности бизнеса и системой мотивации и контроля персонала при четком определении целей и приоритетов компании, ясном и однозначном разделении полномочий и

ответственности.

2. Основными факторами, влияющими на стоимость компании, являются затраты на собственный и заемный капитал и доходы, генерируемые инвестированным капиталом. Подбор системы ключевых показателей, наиболее полно оценивающих влияние этих факторов для каждой конкретной компании, позволит принимать наиболее эффективные управленческие решения.
3. На наш взгляд сочетание метода чистых активов (определяющего базовую стоимость компании как имущественного комплекса) в комбинации с методами на базе показателей экономической прибыли позволит получить оценку стоимости, в наибольшей степени учитывающий все факторы создания стоимости: размер чистых активов, доходность (собственного капитала, инвестиций, совокупных активов), возможные риски и влияние фондового рынка. Сравнительный анализ результатов, полученных с помощью различных методов оценки, позволяет обосновать принятие стратегических решений, таких как определение направлений инвестирования, выбор вариантов распоряжения собственностью (продажа, ликвидация, реорганизация), смена продуктового ряда, а также оперативных решений, связанных с мотивацией персонала и мероприятиями по увеличению прибыли.

1.2. Взаимосвязь концепции управления стоимостью и принципов корпоративного управления

Принципы управления стоимостью компаний тесно связаны с принципами развивающегося в последнее время в России корпоративного управления. Международная практика рынков капиталов, крупнейших банков и иных финансовых институтов свидетельствует: высокие стандарты

корпоративного управления – обязательное требование инвесторов к потенциальным партнерам – получателям инвестиций. Задача совершенствования корпоративного управления стала одной из самых актуальных проблем крупного и среднего бизнеса в последнее десятилетие. Термин «корпоративное управление» используется в различных трактовках:

- наиболее узкая (и теоретически строгая) — это трактовка корпоративного управления (КУ) как системы взаимоотношений между акционерами и менеджерами предприятия, направленной на защиту интересов акционеров от оппортунистического поведения менеджмента. В этом контексте основное внимание уделяется реализации прав собственности в корпоративном контроле и правам контроля (разделению прав между собственниками и менеджментом)²⁷;

- более широкая трактовка предполагает систему взаимоотношений менеджеров со всеми финансовыми инвесторами, т.е. акционерами и кредиторами (включая владельцев иных ценных бумаг корпорации);

- наиболее широкая трактовка включает в число участников так называемых “стейкхолдеров” (stakeholders), т.е. влиятельных лиц, финансовых и нефинансовых инвесторов), имеющих в корпорации свои интересы и влияющих на ее деятельность.²⁸

В соответствии с определением Мирового Банка (World bank), корпоративное управление объединяет в себе нормы законодательства, нормативные положения и практику хозяйствования в частном секторе, что позволяет обществам привлекать финансовые и кадровые ресурсы, эффективно осуществлять хозяйственную деятельность и, таким образом, продолжать свое функционирование, накапливая долгосрочную экономическую стоимость путем повышения стоимости акций, и соблюдая при этом интересы акционеров и общества в целом.²⁹

²⁷ Glossary of Corporate Governance Terms & Acronyms, <http://www.thecorporatelibrary.com>

²⁸ Долгопятова Т.Г. Становление корпоративного сектора и эволюция акционерной собственности. Препринт WP1/2003/03 — М.: ГУ ВШЭ, 2003. —с. 3

²⁹ Notes on Corporate Governance Manual, <http://www.ifc.org/europe/default/descripen/indexen/footen/footen.html>

Корпоративное управление (corporate governance) имеет дело с тем, как устроена и реализуется власть (governance) в организации. Корпоративное управление нельзя путать с управлением корпорациями, поскольку КУ касается вопроса власти в организации любой правовой формы, а не только собственно в корпорации, которая отождествляется с открытым акционерным обществом (ОАО).

Корпоративное управление в теории и на практике занимается анализом агентской проблемы (agency problem) как проблемы разделения властей в фирме. Ее суть заключается в разрешении противоречий между принципалом и агентом. В классической теории в качестве принципала выступает собственник фирмы, а в качестве агентов — топ-менеджеры.

Уже в 1776 г. Адам Смит в работе «Исследование о природе и причинах богатства народов»³⁰ сказал: «Разбросанная собственность создаст проблемы управления», и причину этого видел в слабости механизмов контроля за менеджерами и стимулов для управляющих. Дж. М. Кейнс в 1926 году отмечал, что в процессе роста крупного института наступает момент, когда собственники капитала (т.е. акционеры) почти полностью отделяются от менеджмента³¹. А.Берле и Г.Минз в опубликованной в 1932 г. монографии «Современная корпорация и частная собственность» дали классическое описание проблем разделения собственности и перехода контроля к менеджерам³².

В данной работе описывалась корпорация, чья собственность «распылена» между многими акционерами, владеющими мелкими пакетами акций³³. Берле и Минз выдвинули центральный тезис о том, что корпорации на самом деле управляются топ-менеджерами, являющихся наемными работниками, но которым принадлежит вся полнота информации и власти, а не собственниками,

³⁰ Классика экономической мысли. - М.: Эксмо-Пресс, 2000. - 896 с., с. 77-402

³¹ Keynes J. M. Essays in Persuasion.-B: Collected Writings of John Maynard Keynes. London and Basingstoke, Macmillan & Co., St. Martin's Press, for the Royal Economic Society, 1972, vol. 9, p. 151.

³² Berle A., Means G. The Modern Corporation and Private Property. NY, MacMillan, 1932

³³ В то время большинство американских корпораций имели распыленную структуру собственности, а в данной работе рассматривалась именно типичная американская корпорация

что получило отражение в расхожей фразе: «сильные менеджеры, слабые собственники». Берле и Минз стали также авторами фразы: «разделение собственности и контроля». Здесь термин «собственность» указывает на тот факт, что собственники не участвуют непосредственно в управлении корпорацией, делегируя некоторые общие функции Совету директоров. Слово «контроль» в указанной фразе соответствует английскому "control", понимаемому в смысле не контролировать, а управлять.

Значимый вклад в развитие теории корпоративного управления внесла ставшая классической работа американских экономистов М. Йенсена и У. Меклинга "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure"³⁴, вышедшая в 1976 году. Эта работа соединяла элементы агентской теории, теории прав собственности и теории финансов для развития теории структуры собственности фирмы. В этой статье в модели отношений «агент-принципал» (principal-agent relationships) была описана основная проблема корпоративного управления – расхождение интересов между менеджерами и акционерами. В последовавших следом работах проводились теоретические исследования в области корпоративного управления, которые проходили в рамках неоклассической и неоинституциональной теорий. Исследования в основном касались отдельных механизмов корпоративного управления:

- Рынок корпоративного контроля
- Совет директоров;
- Система мотивации;
- Роль «стейкхолдеров» и др.

Эмпирические исследования поведения управляющих, и, прежде всего, управляющих в крупнейших американских корпорациях³⁵ вполне согласовались с теоретической концепцией М. Йенсена,³⁶ согласно которой управленческий

³⁴ См. Йенсен М. К., Меклинг У. Х. Теория фирмы: поведение менеджеров, агентские издержки и структура собственности // Вестник С.-Петербургского ун-та. Сер. Менеджмент - 2004. - №4. - с.118–191

³⁵ См. например Donaldson G. Managing Corporate Wealth. The Operation of a Comprehensible Financial Goal System. Praetor. 1984

³⁶ Jensen M. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. //American Economic Review. – 1986. - pp.323-329

персонал, действующий в рамках большой акционерной компании, стремится максимизировать не стоимость "своей" фирмы, а, скорее денежные потоки (free cash flow), которыми он может более или менее свободно распоряжаться. Тем самым более отчетливо обозначается конфликт интересов собственников акционерного капитала и аппарата управления, а вместе с ним издержки, порождаемые делегированием полномочий в рамках корпорации.

Значительный интерес представляла работа Г. Демсеца и К. Лена³⁷, появившаяся в 1985 г. Это серьезное эмпирическое исследование структуры собственности, где рассматривалась выборка из 511 американских компаний. Авторы выявили ряд факторов (включая отраслевые), которые систематически объясняли максимизирующее ценностное поведение фирм из выборки. В соответствии с концепцией Берле и Минза, фирмы с высокой концентрацией собственности должны были оказаться «значительно более максимизирующими ценностное», чем фирмы с распыленной собственностью, где значительную роль играют внешние эффекты. Однако такая закономерность не выявилась статистически, что позволило поставить под сомнение тезис: «сильные менеджеры, слабые собственники»³⁸.

Всплеск интереса к вопросу корпоративного управления в конце 90-х годов был стимулирован волной приватизации, прошедшей во многих странах с переходной экономикой. Кроме того, к этому времени выявились различия в системе корпоративного управления в странах с рыночной экономикой, где далеко не всегда складывалась распыленная акционерная собственность. В частности в работах известного экономиста Шлейфера А. и его коллег, проводились сопоставления структур собственности и корпоративного управления, правовых механизмов его регулирования в разных странах³⁹.

³⁷ Demsetz H., Lehn K.. The structure of corporate ownership: Causes and consequences.// Journal of Political Economy. – 1985. - №93 (6), pp.1155–1177.

³⁸ Demsetz H., Lehn K. The structure of corporate ownership: Causes and consequences.// Journal of Political Economy. - 1985. - №93 (6). - p. 1555

³⁹ Например: Shleifer A. and Vishny R. A Survey of Corporate Governance // The Journal of Finance.- Vol. LII. – 1997. - №2. - p. 737.; La Porta R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishni R. Law and Finance // The Journal of Political Economy. - 1998. - №106 (6). - p. 1113-1155; La Porta R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. Corporate Ownership around the World. // The Journal of Finance. - 1999. - №54 (2). - p. 471-517.

Переворот в понимании роли институциональной среды в становлении системы корпоративного управления произвела опубликованная в январе 1997 года пилотная работа Ла Порты⁴⁰, в которой особое внимание уделено судебно-правовой инфраструктуре отношений, регулирующих отношения между различными группами акционеров, владельцами капитала, предоставленного в ссуду корпорации, и управленческим персоналом. Авторы исследования, пришли к следующему выводу: страны с худшей системой защиты прав инвесторов, определяемой как характеристиками законодательной системы, так и качеством системы правоприменения, имеют более узкий и неразвитый рынок капиталов. Это касается как кредитного рынка, так и рынка ценных бумаг. Практическая реализация требований, предусмотренных законами (quality of law enforcement), достигает высшего уровня в странах с немецкой и скандинавской структурами гражданского права и оказывается наихудшей в тех странах, где утвердилось французское гражданское право. В исследовании был сделан вывод о том, что сформировавшаяся экономико-правовая инфраструктура может оказывать чрезвычайно существенное влияние на характер распределения акционерной собственности, на систему отношений, складывающихся внутри корпорации, и направление движения денежных потоков.

К середине 80-х годов сложилась классификация систем КУ как рыночно-ориентированных и банковско-ориентированных⁴¹. К рыночно-ориентированным системам КУ относятся те экономики, в которых капитализация корпораций полностью определяется фондовым рынком. Фондовый рынок превращается в рынок корпоративного контроля. Структура собственности – распыленная, или аутсайдерская. В данном случае, каждый из большого числа акционеров владеет небольшим пакетом акций компании.

⁴⁰ La Porta R., F. Lopes de Silanes, A. Shleifer, R. Vishny. Legal Determinants of External Finance // Journal of Finance. – 1997. - p. 1131-1180

⁴¹ См. Иноземцев В. Американская и европейская модели корпоративного поведения: сходство, отличия и перспективы развития // Проблемы теории и практики управления. - №6. - 2002. - с.16-22.; Хайд А. Корпоративное управление в Европе // Проблемы теории и практики управления. - 2002. - №4. - с.95.

Классическими примерами рыночно-ориентированных систем являются США и Великобритания. Рыночно-ориентированные системы обязательно требуют высоколиквидного фондового рынка и высокой степени раскрытия информации о компании.

В банковско-ориентированной системе традиционно главным источником инвестиционного капитала для компании является банк. Фондовый рынок в качестве инвестиционного источника играет второстепенную роль. Структура собственности – концентрированная, или инсайдерская. Это означает, что права собственности и/или контроль сконцентрирован в руках небольшой группы физических лиц, семей, менеджеров, членов правления, холдинговых компаний, банков и / или других нефинансовых учреждений. Типичные примеры банковско-ориентированной системы являют собой Германия и Япония. В Германии основными акционерами являются банки и корпорации. Ключевыми участниками японской модели⁴² являются: главный банк, корпорация или кейрецу⁴³, правление и правительство. Управление корпорациями осуществляется через систему договоренностей, таких как, например система «главного банка» в Японии, которые напрямую не связаны с обладанием доминирующим пакетом в компании (как правило, банк не имеет права владеть более чем 5 или 10% акций отдельной нефинансовой корпорации).

Каждой системе соответствует своя модель корпоративного управления с присущими им достоинствами и недостатками. Так, англо-американская модель характеризуется наличием четко разработанной законодательной основой, определяющей права и обязанности трех ключевых участников: управляющих, директоров и акционеров и сравнительно простым механизмом взаимодействия

⁴² Окумура Х. Корпоративный капитализм в Японии. — М.: Мысль, 1986

⁴³ Система, в которой каждая компания владеет небольшой долей собственности во всех других компаниях группы. В данном случае речь идет об альянсе фирм, когда ни одну из компаний нельзя считать вышестоящей, такая ситуация получила название этархии (hetarchy). Система кейрецу характера для японских фирм. Например, в группе Mitsubishi насчитывается 28 сердцевидных компаний, но ни одна из них не занимает доминирующего положения. Являясь юридически самостоятельными, эти компании (входящие в группу " Mitsubishi ") распределяют основные заказы друг у друга, т. е. существует достаточно жесткая система корпоративных связей. См.

между корпорацией и акционерами, и между акционерами как на ежегодных общих собраниях, так и в промежутках между ними.

Считается, что независимые члены правления, в обязательном порядке входящие в состав Совета директоров, открыто и равномерно распределяют полученную информацию, объективно оценивают работу управленцев и стоят на страже прав акционеров. В результате, аутсайдерские системы считаются более контролируруемыми и менее коррумпированными. Они так же более способствуют формированию ликвидных рынков капитала.

Однако, несмотря на отмеченные преимущества, распыленная структура собственности корпораций в англо-американской модели имеет несколько слабых сторон. Как правило, миноритарные акционеры заинтересованы в максимизации прибыли в краткосрочной перспективе. Таким образом, утверждаются решения, приносящие немедленную отдачу, но отнюдь не обязательно способствующие повышению результатов компании в долгосрочной перспективе. Кроме того, у мелких инвесторов меньше финансовой заинтересованности осуществлять пристальный контроль за принимаемыми правлением решениями и требовать отчета от его членов. В результате, возникает так называемая агентская проблема и риск оппортунистического поведения менеджеров.

В Германии и Японии банки и другие финансовые институты контролируют большую часть корпоративного сектора. Контроль осуществляется через пирамидальные структуры и сеть перекрестных владений. Представители банков выбираются в Советы директоров, однако в немецких корпорациях это представительство постоянно, а в японской модели их привлекают только в кризисных ситуациях.

Германская модель предусматривает двухпалатный Совет, состоящий из Правления (чиновники корпорации) и Наблюдательного совета (представители рабочих, служащих корпорации и акционеров). Эти две палаты абсолютно разделены: никто не может одновременно членом Правления и

Наблюдательного совета. Численность Наблюдательного совета устанавливается законом и не может быть изменена акционерами.

В Германии и других странах, использующих немецкую модель, узаконены ограничения прав акционеров в части голосования, т. е. ограничивается число голосов, которое акционер имеет на собрании и которое может не совпадать с числом принадлежащих ему акций.

Советы директоров в японских "кейрецу" состоят преимущественно из инсайдеров, которые и являются основными владельцами акций; процент независимых членов чрезвычайно низок, интересы внешних инвесторов практически не учитываются.

Правила раскрытия информации в Германии и Японии имеет ряд существенных отличий от американской, которая считается самой жесткой в мире. Например, финансовая информация сообщается раз в полгода, а не ежеквартально, как в США, предоставляются совокупные данные о вознаграждении директорам и менеджерам, в отличие от индивидуальных сведений в США, не сообщаются сведения о членах наблюдательного совета и их владении акциями корпорации. Кроме того, существуют различия между стандартами бухгалтерской отчетности, принятыми в этих странах и в США.

Концентрированная структура собственности, характерная для банковско-ориентированной⁴⁴ модели позволяет снизить «накал» агентской проблемы в связи с тем, что зачастую контролирующие собственники являются и топ-менеджерами, имея, таким образом, возможность руководить процессом управления корпорацией. Информационные асимметрии в этом случае сведены к минимуму.

⁴⁴ Следует уточнить, что согласно исследованию Ла Порты, 1998 концентрированная собственность – норма во всем мире, кроме США и Великобритании. Это могут быть семейные фирмы или фирмы, контролируемые финансовыми институтами. Семьи, подобные Peugeot в Франции, Quandts в Германии, и Agnelli в Италии являются держателями крупных пакетов акций крупнейших компаний и действительно управляют ими (Barca, Becht, 2001; Faccio, Lang, 2002). Богатые и влиятельные семейства доминируют над собственностью большинства корпораций в странах с развивающейся экономикой (Claessens, Djankov, Lang 2000; Lins 2003). Даже в США фирмы с семейной собственностью – не редкость (Gadhoun, Lang, and Young 2003; Anderson and Reeb 2003).

Однако агентская проблема переходит из плоскости «акционер – менеджер» в плоскость «контролирующий собственник – миноритарный акционер». В этих странах защита прав миноритариев является ключевой проблемой корпоративного управления. Соответственно, страны, где преобладают корпорации с концентрированной структурой собственности, имеют совершенно другие механизмы защиты прав акционеров, нежели страны с распыленной структурой владения.

Как отмечается в [Бухвалов А. В. Корпоративное управление...] к середине 1990-х гг. теоретические изыскания в области КУ включали в себя три фундаментальных положения⁴⁵:

1) типичным примером корпорации в развитых странах представлялась корпорация с распыленной собственностью управляемая наемными менеджерами;

2) системы корпоративного управления делились на рыночно- или банковско-ориентированные, каждая из которых имела свои особенности;

3) создание эффективных рыночных систем в переходных экономиках требует тщательного анализа функционирования существующих систем КУ в развитых странах.

К началу XXI века деление финансовых систем на рыночно-ориентированные и банковско-ориентированные перестало быть актуальным⁴⁶. Происходит постепенное уравнивание роли кредитных институтов и рынка ценных бумаг в инвестиционном процессе.

В 1986 году в Великобритании было разрешено совмещать деятельность по торговле ценными бумагами и созданию рынка ценных бумаг. В 1999 году в США был отменен принятый в 1933 г. закон Гласса–Стигалла (Glass-Steagall Act)⁴⁷, запрещающий коммерческим банкам владеть, гарантировать размещение

⁴⁵ См. Бухвалов А. В. Корпоративное управление как объект научных исследований.//Российский журнал менеджмента, Том 3, №3, 2005. С. 88

⁴⁶ Berglöf E., Tadden E.-L. von. 1999. The Changing Corporate Governance Paradigm: Implications for Transitions and Developing Countries. <http://www.ssrn.com>

⁴⁷ Закон "О банковской деятельности" 1933 г. был направлен на преодоление нестабильности финансовой системы; учредил Федеральную корпорацию страхования депозитов и Федеральный комитет по операциям на

или проводить операции с корпоративными ценными бумагами и облигациями. Взамен Конгресс принял Закон о модернизации финансовых услуг. Новый закон выходил за рамки той значительной свободы, которой банки уже пользовались, предлагая своим клиентам все услуги от банковского обслуживания потребителей до страхования и гарантированного размещения ценных бумаг на рынке. Закон разрешал банкам, страховым и фондовым компаниям образовывать финансовые объединения, способные предлагать целый спектр финансовых продуктов, включая взаимные фонды, акции и облигации, страховые полисы и кредиты на покупку автомобиля.

Таким образом, к середине первого десятилетия 21 века основные предпосылки для исследований в области корпоративного управления изменились:

1. Институциональная среда (форма собственности, правовая система, рынок ценных бумаг, банковская система и т. д.) оказывает существенное влияние на формирование систем корпоративного управления в переходных экономиках.
2. Наиболее типичной формой собственности в мире является концентрированная собственность. Основными акционерами являются традиционно богатые семьи или финансовые институты.
3. Происходит уравнивание роли рынка ценных бумаг и банков в финансировании инвестиционного процесса.

Очевидно, единой системы корпоративного управления подходящей для всех стран не существует. Тем не менее, Организацией Экономического Сотрудничества и Развития (ОЭСР) были разработаны принципы, носящие общий характер и которые были одобрены правительствами стран-членов ОЭСР в качестве рекомендаций и в той или иной степени стали впоследствии применяться на практике в экономически развитых и развивающихся странах.

открытом рынке, предоставил контроль за денежной политикой Федеральной резервной системе, разделил деятельность коммерческих банков и инвестиционных компаний (запрещал коммерческим банкам заниматься брокерской деятельностью), ввел регулирование кредитования и открытия банковских отделений; закон также называют законом Гласса-Стигалла — по фамилиям конгрессменов, продвигавших этот проект

В обобщенном виде, рекомендации ОЭСР охватывают пять основных компонентов корпоративного управления⁴⁸:

1. Права акционеров.
2. Равное отношение к акционерам.
3. Роль заинтересованных лиц в управлении корпорацией.
4. Раскрытие информации и прозрачность.
5. Обязанности совета директоров.

Совсем кратко базовые понятия корпоративного управления можно сформулировать следующим образом: справедливость (принципы 1 и 2), ответственность (принцип 3), прозрачность (принцип 4) и подотчетность (принцип 5). Эти принципы в основном сфокусированы на механизмах внутреннего контроля и составлены для компаний, имеющих листинг на рынках ценных бумаг и работающих в среде с эффективной правовой и регуляторной системами и адекватной конкуренцией (См. приложение 1).

Создание в компании системы корпоративного управления, отвечающей пожеланиям инвесторов, требует весьма длительного времени и немалых затрат. Экономический смысл этой работы, утверждают эксперты Всемирного банка⁴⁹, состоит в том, что наличие в компании системы корпоративного управления повышает ее привлекательность в глазах инвесторов, что отражается в премии, которую инвесторы готовы платить к обычной рыночной цене ценных бумаг таких компаний.

Согласно опросу известной консалтинговой компании McKinsey двухсот крупнейших инвестиционных компаний, 75 % из них считают качество корпоративного управления фактором не менее важным, чем финансово-экономические результаты. В странах же с переходной экономикой при принятии инвестиционных решений они отдают приоритет качеству корпоративного управления. 80 % инвесторов согласны на «надбавку» за качество корпоративного управления к стоимости акций, причем размер

⁴⁸Принципы корпоративного управления ОЭСР. 1999, www.oecd.org/dataoecd/46/38/4354430.pdf

⁴⁹World Bank. Corporate Governance: A Framework for Implementation. Overview, 1999 www.worldbank.org.

премии находится в пределах от 20 % до 50 % и более в зависимости от экономического развития страны. «Премия» за эффективное корпоративное управление может составлять до 38 % стоимости акций российских компаний⁵⁰.

Другое исследование, проведенное в 2002 году не менее известной компанией Ernst & Young⁵¹ показало (см. рис.1.2.1), что инвестиционные фонды в России (причем как прямых/венчурных, так и портфельных инвестиций) уделяют больше внимания структуре акционеров и руководства компаний-объектов инвестиций, нежели уровню их доходности. В докладе отмечалось, что, по мнению респондентов "прозрачность деятельности компании считается более важной, чем оптимальные балансовые показатели. Многие инвесторы отметили, что ключевыми предпосылками для инвестиций в компанию являются честность и компетентность руководства, а также безупречная репутация акционеров. Недостаточная прозрачность, слабые управленческие навыки и неэффективность корпоративного управления были названы в числе факторов, которые могут крайне негативно повлиять на принятие инвестиционных решений"⁵².

⁵⁰ Investor Opinion Survey, McKinsey, July 2002. www.mckinsey.com/features/investor_opinion/index.html

⁵¹ Критерии принятия инвестиционных решений – опрос управляющих фондами. 2002 год. Ernst & Young, www.ey.com/cis

⁵² Критерии принятия инвестиционных решений – опрос управляющих фондами. 2002 год. Ernst & Young, www.ey.com/cis



Рис. 1.2.1. Критерии принятия инвестиционных решений.

Источник: Ernst&Young, опрос управляющих фондами 2002 год

Сторонники внедрения принципов корпоративного управления утверждают: действенная система корпоративного управления важна как один из главных инструментов создания акционерной стоимости. Увеличение ценности компании, которая выражается ее капитализацией в случае ликвидного фондового рынка, либо возможной ликвидной ценой при отсутствии такового, является одной из ключевых целей, которые ставит перед собой собственник. В соответствии с «Руководством по корпоративному управлению для европейских собственников 2000»⁵³ целью менеджмента компании является максимизация акционерной стоимости в долгосрочном периоде. В этом и других аналогичных документах отмечается, что акционеры должны быть информированы о финансовых целях, стратегии, перспективах компании, а также о чувствительности ее показателей к факторам риска. Направление исследований в области корпоративного управления, связанное с исследованием этой проблемы, привело к появлению научной дисциплины, которая носит название менеджмента (управления), нацеленного на создание

⁵³ Euroshareholders Corporate Governance Guidelines 2000. The European Shareholders Group, "Euroshareholders". February, 2000, 8 p.

стоимости (*Value-Based Management, VBM-подход*). Это концепция управления, направленная на качественное улучшение стратегических и оперативных решений на всех уровнях организации, влияющих на ключевые факторы стоимости. Основная целевая функция в рамках концепции VBM – это максимизация стоимости компании.

Основные принципы корпоративного управления (ПКУ) нашли свое отражение в методах, применяемых в рамках VBM-подхода. Например, оценка инвестиционной привлекательности фирмы по методам VBM согласуется с ключевым аспектом ПКУ – обеспечением притока внешнего капитала. Принцип раскрытия информации и прозрачности предполагает предоставление регулярной, надежной и сопоставимой информации, позволяющей обеспечить надлежащий контроль над деятельностью предприятия и оценить качество административного управления. Именно данный принцип позволяет с помощью методов стоимостного управления оценить эффективность менеджмента и обеспечить основы для оценки ценных бумаг.

Основной задачей правления (собственников) является контроль над эффективностью практики управления администрацией компании. Стоимостные методы управления позволяют выявить ключевые факторы стоимости, степень ее созидания/разрушения. Анализ показателей, отражающих процесс создания стоимости⁵⁴, позволяет Совету директоров компании и общему собранию акционеров контролировать эффективность практики управления администрацией компании. Важные стратегические решения анализируются с точки зрения их влияния на стоимость бизнеса – это позволяет получить интегрированную стоимостную оценку как ближайшим, так и более отдаленным последствиям, учесть влияние на различные направления бизнеса и т. д. Для менеджеров же они служат инструментом принятия решений по распределению оперативных ресурсов предприятия. Как

⁵⁴ Наиболее известные показатели – Economic Value Added (EVA), Market Value Added (MVA), Shareholder Value Added (SVA), Cash Value Added (CVA) и Cash Flow Return on Investment (CFROI)

следствие, этим обеспечивается двусторонняя связь между правлением и управленческим блоком компании.

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

Продемонстрировать механизм воздействия корпоративного управления на рост стоимости компании можно с помощью показателя экономической добавленной стоимости (EVA):

$$EVA = NA * (ROIC - WACC), \quad (1)$$

где NA (*Net Assets*) — инвестированный капитал;

WACC (*Weighted Average Cost of Capital*) — средневзвешенная стоимость привлеченного капитала (акционерного и заемного);

ROIC (*Return on Invested Capital*) — рентабельность инвестированного капитала.

Таким образом, рост стоимости компании зависит от способности повысить рентабельность вложений (ROIC) и снизить стоимость привлеченного капитала (WACC).

Эффективная система корпоративного управления, по утверждениям экспертов Всемирного банка⁵⁵, воздействует на каждый из перечисленных рычагов создания стоимости.

Во-первых, использование международных стандартов бухгалтерской отчетности открывает компании доступ к более дешевому финансированию в западных банках и финансовых институтах. Независимый аудит обеспечивает необходимый уровень доверия к отчетности, на основании которой

⁵⁵ World Bank. Corporate Governance: A Framework for Implementation. Overview, 1999 www.worldbank.org.

принимаются управленческие решения. Таким образом, снижается стоимость привлеченного капитала (WACC). А низкая величина WACC позволяет компании реализовывать проекты, которые не могут быть осуществлены её конкурентами из-за более высокой стоимости привлеченного капитала.

Во-вторых, эффективная система корпоративного управления повышает прозрачность компании, что позволяет инвесторам судить о финансовых результатах её деятельности и управленческих процессах. Это, в свою очередь повышает надежность компании в глазах инвесторов, внушает больше уверенности в том, что она способна обеспечить акционерам приемлемый уровень доходности вложений, облегчая, таким образом, доступ к рынку капиталов.

В-третьих, применение системы оперативной отчетности позволяет повысить эффективность принимаемых решений для достижения наилучшего результата, а, следовательно, способствует повышению рентабельности инвестированного капитала (ROIC). Подотчетность же менеджеров акционерам снижает риск их оппортунистического поведения до минимума. И, наконец, наличие эффективной системы корпоративного управления улучшает репутацию, которая является весьма значимым нематериальным активом компании.

Между тем, многочисленные исследования, проводимые в различных странах специалистами в области корпоративного управления, до настоящего времени не могут дать однозначного ответа на вопрос: существует ли эмпирическая зависимость финансовых показателей компании (прежде всего, чистой прибыли и роста акционерной стоимости) от качества корпоративного управления?

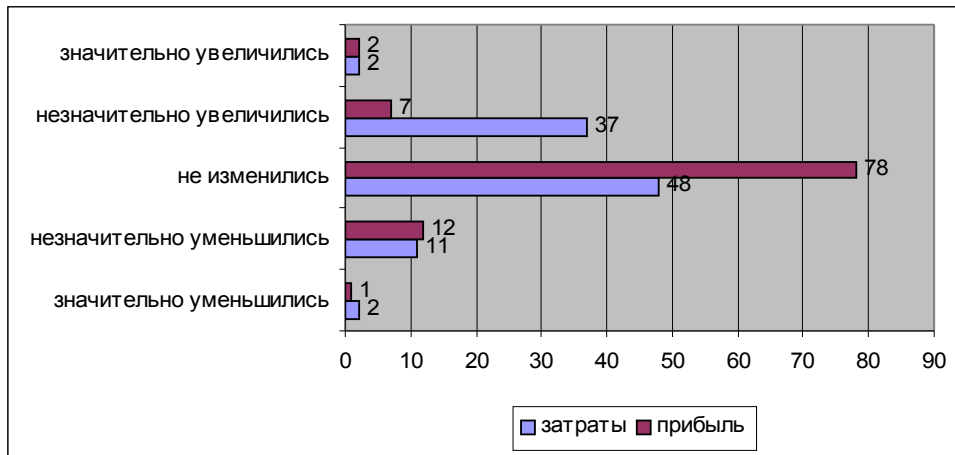


Рис. 1.2.2. Распределение ответов на вопрос: «Как изменились доходы и расходы в вашей компании в связи с введением принципов корпоративного управления?»

Источник: Economist Intelligence Unit Survey. June-July-2003

Так, исследование Economist Intelligence Unit «Корпоративное управление: бизнес под наблюдением»⁵⁶, проведенное в июле-августе 2003 г., в ходе которого были опрошены 310 исполнительных директоров, представлявших компании со всего мира, показало, что высший менеджмент уделяет вопросам корпоративного управления значительно больше внимания, чем в 2002 году. На рис. 1.2.2 показано, как распределились ответы на вопрос: «Как изменились доходы и расходы в вашей компании в связи с введением принципов корпоративного управления?». Как видно, половина опрошенных считают, что внедрение требований законодательства и рекомендаций наилучшей практики в области корпоративного управления не привели ни к росту прибыли, ни к снижению затрат их компаний. Более того, почти 40% считают, что расходы увеличились, а 13% респондентов заметили снижение прибыли. Каких либо однозначных выводов по полученным результатам сделано не было. Возможно, эти выводы свидетельствуют о том, что положительный эффект от внедрения принципов корпоративного управления проявляется лишь по прошествии некоторого времени, но также возможно, что "хорошее" корпоративное

⁵⁶ Economist Intelligence Unit Survey. Corporate governance: Business under scrutiny, July-August 2003. http://www.kpmg.ru/dbfetch/52616e646f6d49567fef486f7e649b8b5bc936f82d9a60d/corporate_governance.pdf

управление не является фактором, определяющим финансовые результаты деятельности компании.

В 2001 г. консалтинговое агентство McKinsey провело исследование корпоративного управления 188 компаний, работающих на рынках шести стран с развивающейся экономикой – Индия, Южная Корея, Малайзия, Мексика, Тайвань и Турция. Гипотеза о прямой связи между уровнем корпоративного управления и капитализацией компании подтвердилась результатами исследования. Корпорации, получившие высокие показатели в рейтинге корпоративного управления, имели и более высокое отношение рыночной цены акции компании к балансовой стоимости ее активов (price—to—book ratio)⁵⁷.

Российский институт директоров (РИД) в июне — сентябре 2003 г. провел исследование⁵⁸, в котором сопоставлялась динамика цен акций компаний с самыми высокими и низкими показателями раскрытия информации о практике корпоративного управления. Исследование показало наличие «определенной положительной корреляции между уровнем корпоративного управления и динамикой цен на акции компаний на ведущих российских биржах». Однако указывалось, что «этот вывод в наибольшей степени применим лишь к небольшой группе акций (10—12 компаний), прежде всего так называемым «голубым фишкам»».

Кроме того, анализ литературы по данному вопросу выявил ряд исследований, касающиеся непосредственно влияния корпоративного управления на стоимость российских компаний.

В работе Бернарда Блэка [164], профессора Стэнфордского университета, была обнаружена существенная зависимость соотношения стоимости реальной рыночной капитализации и потенциальной капитализации этих фирм на западном рынке от уровня корпоративного управления. Предварительные расчеты, проведенные Блэком, прогнозировали 700-кратное увеличение

⁵⁷ Этот результат имел уровень статистической значимости, равный 95%. См.: Кумз П., Уотсон М., Кампос К., Ньюэлл Р., Уилсон Г. Цена корпоративного управления // Вестник МакКинси. - 2003. - №1

⁵⁸ РИД при поддержке НСКУ и ФКЦБ. Раскрытие российскими АО информации о практике своего корпоративного управления и соблюдение рекомендаций Кодекса корпоративного поведения http://www.rid.ru/uploads/db2file_ru/Final%20document.pdf

стоимости компании при условии улучшения качества корпоративного управления от низшего уровня к высшему. Однако небольшая выборка (данные по 21 компании за один 1999 год), простая однофакторная модель и использование неоднозначных для интерпретации показателей «потенциальной» капитализации не позволяют рассматривать данное исследование как достаточно полное и современное.

Исследование Рачинского А. [49], сотрудника Центра экономических и финансовых исследований и разработок (ЦЭФИР), продолжило работу Блэка. Выборка охватывала период 2000-2002 гг. по 30 компаниям. Использовались данные не только CORE-рейтинга, как у Блэка, но и данные рейтинга Brunswick Warburg. Результаты исследования показали, что улучшение качества корпоративного управления, рост финансовых показателей и общий рост рынка оказывают положительное влияние на стоимость компаний. Изменение рейтинга на 15 пунктов соответствовало росту стоимости компании на 37%. Рачинский также пришел к выводу о том, что рейтинги корпоративного управления не являются отражением фундаментальных финансовых переменных: «Факт отсутствия значительного изменения коэффициентов свидетельствует о том, что рейтинги и фундаментальные финансовые переменные являются отражением различных сторон деятельности компании и имеют разное влияние на ее стоимость»⁵⁹. Однако, в модели были использованы переменные логарифма выручки и эффективности, которая рассчитывалась как отношение прибыли к выручке. Таким образом, дважды использовался один и тот же показатель, что не могло не привести к возникновению проблемы мультиколлинеарности⁶⁰. Кроме того, исследование проводилось по 30 компаниям, имевшим от 1 до 5 наблюдений каждая, то есть всего не более 150 наблюдений, однако в итоговой таблице заявлено 246 наблюдений.

⁵⁹ Рачинский А. Корпоративное управление и рыночная стоимость российских компаний. М, ЦЭФИР, 2003

⁶⁰ Мультиколлинеарность – это коррелированность двух или нескольких объясняющих переменных в уравнении регрессии. При наличии этого явления в модели получаемые оценки оказываются нестабильными как в отношении статистической значимости, так и по величине и знаку (например, коэффициенты корреляции), следовательно, они становятся ненадежными.

В работе [121] Старюка П. Ю. И Полиенко В. И. (ГУ-ВШЭ) использовались панельные данные за тот же период⁶¹. Их результаты позволяют прогнозировать рост рыночной стоимости в 1,9 раза при росте рейтинга КУ (с наихудших до наиболее высоких стандартов) при неизменности прочих параметров.

Полиенко и Старюк ввели в модель помимо фундаментальных финансовых переменных, рейтинга КУ и индекса РТС, как у Рачинского, также фиктивные отраслевые переменные (*dummy*) для компаний электроэнергетики, экспортоориентированных (экспорт природных ресурсов) компаний и телекоммуникационных компаний. Однако небольшая выборка (32 компании, данные максимум по 9 периодам) позволили сделать выводы лишь о том, что экспортоориентированные компании при прочих равных условиях капитализируются российским фондовым рынком выше, чем компании, представленные в иных секторах. По другим отраслям никаких выводов сделано не было.

В моделях Рачинского и Полиенко-Старюка в качестве основных финансовых показателей, влияющих на формирование рыночной стоимости, использовались показатели выручки и рентабельности продаж (Рачинский) или рентабельности собственного капитала (Полиенко-Старюк). В первом случае это приводило к мультиколлинеарности, во втором – привело к выводу о том, что " рентабельность собственного капитала не оказывает последовательного влияния на рыночную стоимость (капитализацию) российских компаний и в значительной степени является отражением практики корпоративного управления, реализуемой компаниями"⁶². Такие спорные выводы и утверждения на наш взгляд стали следствием неверного подбора показателей.

⁶¹ Старюк П. Ю., Полиенко В. И. Корпоративное управление и стоимость компании: ситуация в России // Управление компанией. – 2004. - №1. - с.50-57, а также слайды к семинару "Влияние качества корпоративного управления в российских компаниях на их стоимость" http://www.cgc.hse.ru/files/Roundtable_present_Polienko.ppt

⁶² Слайды к семинару "Влияние качества корпоративного управления в российских компаниях на их стоимость" http://www.cgc.hse.ru/files/Roundtable_present_Polienko.ppt, слайд 11

Изложенные выше сомнения по поводу проведенных ранее исследований, побудили автора к проведению собственного исследования. Убедительное подтверждение влияния корпоративного управления на формирование стоимости можно получить, только на основании значительного количества измерений за длительный промежуток времени и учитывающих влияние как финансовых, так и макроэкономических факторов. Во второй главе будет представлено исследование автора по данному вопросу.

Глава 2. Анализ влияния финансовых и нефинансовых факторов на формирование рыночной стоимости российских промышленных компаний с использованием эконометрического моделирования

2.1. Разработка методики оценки рыночной капитализации компании с учетом влияния основных факторов стоимости

Выбор модели для оценки стоимости компании зависит от целей, объекта и конкретных условий оценки. Многие авторы указывали на недостатки традиционных методов оценки в российских экономических условиях. Тем не менее, автор считает, что для объективной оценки стоимости бизнеса может использоваться несколько методов. На наш взгляд сочетание метода чистых активов (определяющего базовую стоимость компании как имущественного комплекса) в комбинации с методами на базе показателей экономической прибыли позволит получить оценку стоимости, в наибольшей степени учитывающий все факторы создания стоимости: размер чистых активов, доходность (собственного капитала, инвестиций, совокупных активов), возможные риски и влияние фондового рынка.

При разработке модели оценки рыночной стоимости компании за основу была взята модель EVA, в которой учитывается величина инвестированного капитала, его стоимость и рентабельность. Для выяснения значимости влияния качества корпоративного управления на формирование стоимости компании необходимо, чтобы модель учитывала этот фактор. Кроме того, важен учет фактора влияния макроэкономической ситуации на фондовом рынке.

Данное исследование проводится с целью проверки следующих взаимосвязанных гипотез:

Гипотеза 1. Рыночная стоимость компаний формируется под воздействием ряда факторов, включая качество корпоративного управления, которое влияет

на её величину наряду с основными финансовыми характеристиками, размером компании и макроэкономической ситуацией.

Гипотеза 2. Влияние качества корпоративного управления на рыночную стоимость компании изменяется во времени.

Гипотеза 3. Существуют отраслевые особенности влияния факторов на формирование рыночной стоимости компаний.

Проверка вышеназванных гипотез проводится автором с использованием моделей множественной регрессии для выборки наблюдений за период с 2001 по 2005 годы. В выборку включены компании, удовлетворяющие двум условиям: во-первых, наличие рейтинга корпоративного управления от одного из агентств, во-вторых, имеющих котировку обыкновенных акций на одной из российских площадок (ММВБ, РТС, С-Пб ФБ). Для данного исследования были использованы данные двух рейтингов: Института корпоративного права и управления, т.н. CORE-рейтинга, и Национального рейтинга корпоративного управления, представляемого консорциумом "Эксперт РА-РИД", поскольку именно они имеют наиболее представительную выборку, как по количеству компаний, так и по количеству временных периодов.

Автор, проводя исследование, ставила перед собой задачу разработать такую модель оценки рыночной стоимости компании, которая была бы не только достоверной, но и легко применимой даже для инвестора-непрофессионала, которому доступна лишь ограниченная информация. Поэтому были использованы лишь те показатели, которые могут быть получены и рассчитаны из открытых источников информации. Так, величина чистых активов компании может быть принята в качестве величины всего ранее инвестированного капитала, кроме того, этот показатель можно легко взять из бухгалтерской отчетности.

Из всех фундаментальных финансовых факторов для включения в модель нами были отобраны факторы рентабельности, характеризующей

операционную эффективность компании, и устойчивости, как показателя финансовой эффективности компании.

Для учета фактора рентабельности были использованы такие показатели как рентабельность собственного капитала, рентабельность производства и продаж. Предварительный расчет модели показал, что использование показателя рентабельности собственного капитала приводит к проблеме мультиколлинеарности, поскольку размер чистых активов и собственного капитала в большинстве случаев очень близки. Из двух оставшихся показателей рентабельность продаж⁶³ имела более высокий коэффициент корреляции с капитализацией компании, поэтому было решено использовать этот показатель при построении моделей множественной регрессии. Кроме того, данный показатель позволяет учитывать влияние выручки на размер капитализации компаний.

Тестирование показателей финансовой устойчивости – коэффициента автономии и коэффициента соотношения, заемных и собственных средств – показало, что они не могут быть использованы при построении моделей вследствие того, что при их расчете использовался показатель размера собственного капитала, который в большинстве случаев очень близок к размеру чистых активов, что приводит к их мультиколлинеарности. Поэтому в качестве показателя финансовой устойчивости предприятия был выбран коэффициент долгосрочного привлечения заемных средств, который рассчитывается путем деления суммы долгосрочных обязательств на сумму собственных средств и долгосрочных обязательств. Коэффициент долгосрочного привлечения заемных средств показывает, какая часть в источниках формирования внеоборотных активов на отчетную дату приходится на собственный капитал, а какая на долгосрочные заемные средства. Особо

⁶³ Существует по крайней мере 2 способа расчета данного показателя: в первом случае используется соотношение чистой прибыли к объему чистой выручки, во втором – соотношение прибыли от продаж к чистой выручке. В случае если показатель, рассчитанный первым способом оказывается больше показателя, рассчитанного вторым способом, то это означает, что основную прибыль компания получает за счет внереализационных доходов. Поскольку в рассматриваемую выборку входили в основном промышленные компании, то был выбран второй способ расчета рентабельности продаж.

высокое значение этого показателя свидетельствует о сильной зависимости от привлеченного капитала, о необходимости выплачивать в перспективе значительные суммы денежных средств в виде процентов за пользование кредитами и т. п. Данный коэффициент рассматривается автором как показатель наличия у компании долгосрочных инвестиционных проектов, а также как своеобразный индикатор доверия кредиторов. В этом случае высокое значение этого показателя свидетельствует о высокой степени доверия кредиторов.

Ситуация на фондовом рынке существенно влияет на рыночную стоимость компаний. Поэтому в модель был введен такой показатель как индекс РТС. На сегодняшний день индекс РТС является основным показателем развития российского фондового рынка и самым подходящим для изучения ценовой динамики. Он показал лучшее приращение за два периода и второй результат по эффективности обнаружения переломов тенденции (71%⁶⁴). К тому же он считается наиболее удобным для краткосрочной спекулятивной игры и лучше всех отражает реальную ситуацию на рынке, чем оптимально подходит для изучения его с помощью методов технического анализа.

Для оценки уровня корпоративного управления в компаниях использовались рейтинги корпоративного управления, которые отражают мнение экспертов о том, как компания соблюдает выработанные на основе лучшей практики корпоративного управления кодексы и правила, служащие интересам финансово заинтересованных в этой компании лиц (акционеров и кредиторов). В отличие от кредитного рейтинга, который, как правило, представляет собой заключение относительно финансовой способности лица выполнять свои долговые обязательства в соответствии с их условиями, рейтинг корпоративного управления представляет собой комплексную оценку различных аспектов деятельности компании.

Таким образом, итоговый состав факторных переменных, влияющих на формирование рыночной стоимости компании, был разбит на 3 группы:

⁶⁴ См.: сайт компании "Альпари", электронный ресурс: <http://www.alpari.org/ru/markets/stocks/stocks9.php>

- a) Переменные, описывающие качество корпоративного управления – т. н. CORE-рейтинг, присвоенный Институтом корпоративного права и управления (ИКПУ), а также данные Национального рейтинга корпоративного управления, присваиваемый агентством «Эксперт РА» совместно с Российским институтом директоров (РИД) – RCG (rating of corporate governance);
- b) Переменные, описывающие финансовое состояние компаний:
- чистые активы RA (pure assets) в качестве базовой стоимости компании как имущественного комплекса;
 - рентабельность продаж PROFIT (Sales profitability) – отношение прибыли от реализации продукции (операционной прибыли) к объему продаж, как мера эффективности используемого капитала;
 - коэффициент долгосрочного привлечения заемных средств FIXL_OWN (fixed liabilities/owned capital), в качестве показателя определяющего степень доверия кредиторов к заемщику и влияющего на стоимость привлекаемых средств;
- c) индекс РТС – RTS, как переменная, характеризующая макроэкономическую ситуацию в стране;
- d) фиктивные переменные OTR(i), значения которых равняются 1, если компания представляет (i)-ю отрасль и 0 – в противном случае. Они характеризуют отраслевую специфику формирования капитализации:
1. нефтегазовая
 2. телекоммуникационная
 3. электроэнергетика
 4. машиностроение
 5. металлургия
 6. транспорт
 7. пищевая
 8. химическая

9. розничная торговля

- е) фиктивные переменные для периодов наблюдений с целью учета агрегированных изменений капитализации во времени.

Полный список переменных и их описательная статистика приведены в приложении 2.

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

- а) Квартальные отчеты компаний за 2001-2005 гг. из базы данных «Эмитент» ЗАО «Система комплексного раскрытия информации» (СКРИН);
- б) Данные CORE-рейтинга, присвоенные ИКПУ 40 компаниям в период 2001-2003 гг. По каждой компании имеется от 1 до 11 значений, рейтинг присваивался ежеквартально;
- в) Данные Национального рейтинга корпоративного управления, присваиваемый агентством «Эксперт РА» совместно с Российским институтом директоров (РИД) за 2004-2005 гг. В состав рейтинга входят около 150 компаний, рейтинг присваивался в 2004 году – один раз, в 2005 – три раза;
- г) Данные Российской торговой Системы (РТС), являющейся крупнейшей торговой площадкой в России по торговле корпоративными бумагами.

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

- 1) Данные бухгалтерских балансов, представленные в соответствии с российскими стандартами финансовой отчетности, полно и правдиво отражают финансовое состояние соответствующей компании;
- 2) Единица измерения – млн. руб. Пересчет значений данных о капитализации из долларов США в рубли производился по курсу, установленному ЦБ на конец отчетного периода;

- 3) Расчет основных финансовых показателей производился по данным неконсолидированной отчетности в связи с тем, что данные консолидированной отчетности были доступны не для всех компаний и не за все периоды.
- 4) В качестве данных о рыночной стоимости компании были взяты максимальные значения капитализации за отчетный период по данным РТС.

Проведенные ранее исследования были ограничены размером выборки данных по этому показателю качества корпоративного управления. Прежде всего, это было связано с тем, что в 2000-2003 гг. рейтинги корпоративного управления (РКУ) в России выставлялись всего тремя агентствами: международными Brunswick Warburg, Standard&Poors и российским Институтом корпоративного права и управления (ИКПУ). Кроме того, в рейтинге Standard&Poors на тот момент присутствовало всего 7 компаний, в рейтинге Brunswick Warburg – 21, в рейтинге ИКПУ, так называемом CORE-рейтинге – 40 компаний, при этом все эти выборки пересекались. С 2004 года РКУ присваиваются двумя агентствами: Standard&Poors (на 28 апреля 2006 г, в списке 18 российских компании) и консорциум "Эксперт РА-РИД" (в списке 150 компаний).

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

При расчете CORE-рейтинга использовалась оригинальная методика, разработанная специалистами Института корпоративного права и управления совместно с группой международных экспертов «Blue Ribbon Panel». Рейтинг присваивался по шкале от CORE-100 (самый высокий рейтинг) до CORE-0 (предприятия-банкроты, самый низкий рейтинг). При расчете рейтинга использовались 3 группы исходных данных: публичная (обязательная к

раскрытию) информация, добровольно раскрываемая информация и результаты опроса аналитиков рынка ценных бумаг. Оценка предприятий осуществлялась по таким важнейшим аспектам корпоративного управления, как раскрытие информации; структура акционерного капитала; структура корпоративного управления; декларируемые права акционеров; отсутствие рисков; корпоративное окружение. Особая значимость придавалась оценке рисков инвестирования в конкретную компанию, включая оценку «юридических мин» в уставных документах компании-эмитента. Помимо общей рейтинговой оценки компаний составлялись суб-рейтинги по отдельным показателям корпоративного управления.

Национальный рейтинг корпоративного управления (НРКУ)"РИД-Эксперт РА" представляет собой интегральную оценку по четырем группам показателей:

- права акционеров (реализации права собственности, на участие в управлении обществом, на получение доли в прибыли, уровень рисков нарушения прав, наличие дополнительных обязательств общества по защите прав акционеров);

- деятельность органов управления и контроля (состав и деятельность совета директоров и исполнительных органов, система контроля над финансово-хозяйственной деятельностью, взаимодействие между органами управления и контроля);

- раскрытие информации (уровень раскрытия нефинансовой и финансовой информации, общая дисциплина раскрытия информации, равнодоступность информации);

- соблюдение интересов иных заинтересованных сторон и корпоративная социальная ответственность (политика социальной ответственности и учета интересов иных, заинтересованных групп, решение трудовых конфликтов, социальные проекты для персонала и местного населения, соответствие требованиям сохранения экологии).

В зависимости от качества корпоративного управления компании – участники рейтинга могут быть отнесены к одному из следующих рейтинговых классов: А, В, С или D, где класс А – компании с высоким уровнем

корпоративного управления, а класс D – компании с неудовлетворительным уровнем корпоративного управления. Каждый класс, кроме D, имеет три подкласса. Соответственно, компании с позитивной практикой корпоративного управления: A++, A+, A, B++, B+, B, компании с негативной практикой корпоративного управления: C++, C+, C, D, SD.

Таким образом, несмотря на различия (использовались разные шкалы оценки, в одном случае балльная оценка и деление на классы в другом, различная структура оцениваемых рисков), у этих методик много общего. И в той и другой методике оцениваются такие аспекты корпоративного управления, как права акционеров, раскрытие информации, структура совета директоров и т.д. Оценка проводится по одному и тому же массиву информации. Основное отличие – в подходе: CORE-рейтинг рассчитывался независимо от желания руководства компании и не оплачивался ею.

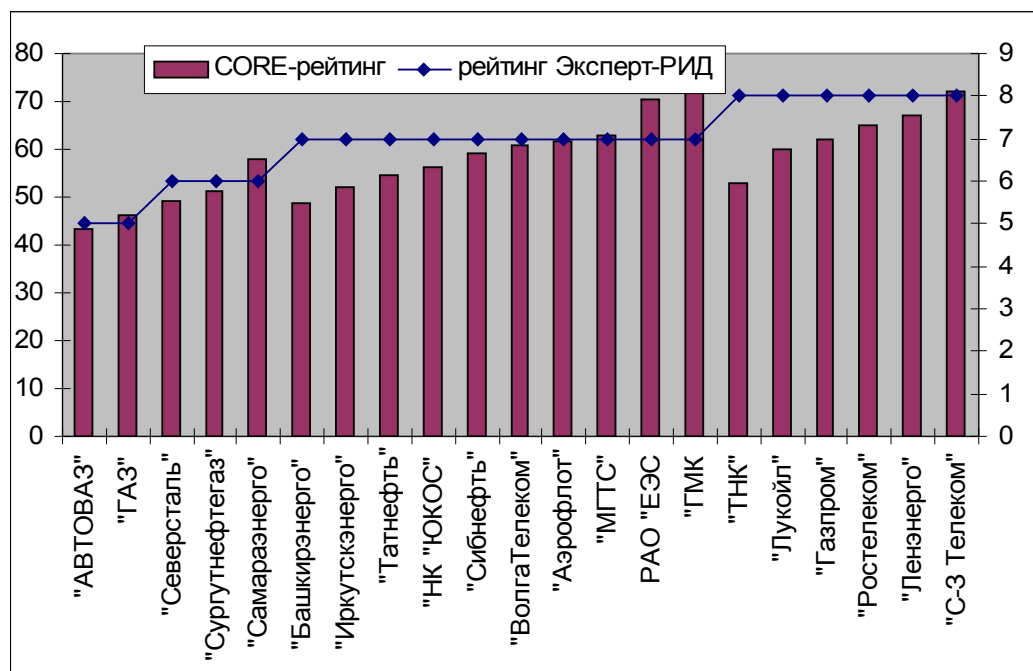


Рис. 2.1.1. Сравнение рейтингов.

На рис. 2.1.1. представлены компании, которые имели CORE -рейтинг за IV квартал 2003 г. и рейтинг агентства "Эксперт" за первое полугодие 2004 г. Поскольку временной разрыв составил всего в один квартал, то сопоставление рейтингов за этот период представляется вполне корректным. На графике видно, что компании более высокого класса по рейтингу агентства "Эксперт",

имеют в среднем более высокую оценку в CORE–рейтинге. В таблице 2.1.1 представлены результаты статистического анализа полученных группировок компаний, которые подтверждают это наблюдение.

Таблица 2.1.1.

Статистические характеристики сравнительных данных

| | C++ | B | B+ | B++ |
|-------------------|------------|----------|-----------|------------|
| Среднее значение | 44,850 | 52,853 | 59,876 | 63,195 |
| Медиана | 44,850 | 51,340 | 59,895 | 63,610 |
| Максимум | 46,190 | 57,940 | 72,370 | 72,160 |
| Минимум | 43,510 | 49,280 | 48,870 | 52,78 |
| Станд. отклонение | 1,895 | 4,524 | 7,469 | 6,59608 |
| Ассиметрия | 0,000 | 0,546 | 0,315 | -0,291387 |
| Эксцесс | 1,000 | 1,500 | 2,204 | 2,352115 |

Поскольку максимальная отметка шкалы CORE–рейтинга = 100, а в национальном рейтинге 11 подклассов, то при условии, что шаг перехода из группы в группы постоянен, получаем значение этого шага равным 9,09. В таблице 2.1.2 представлена шкала перехода от значений CORE–рейтинга к значениям национального рейтинга и наоборот.

Таблица 2.1.2

Шкала расчета сводного рейтинга

| Эксперт-РИД | Сводный рейтинг | CORE –рейтинг |
|-------------|-----------------|---------------|
| A++ | 11 | 91–99,99 |
| A+ | 10 | 81,82–90,9 |
| A | 9 | 72,73–81,81 |
| B++ | 8 | 63,64–72,72 |
| B+ | 7 | 54,55–63,63 |
| B | 6 | 45,46–54,54 |
| C++ | 5 | 36,37–45,45 |
| C+ | 4 | 27,28–36,36 |
| C | 3 | 18,19–27,27 |
| D | 2 | 9,1–18,18 |
| SD | 1 | 0–9,09 |

В результате получена возможность совместного использования значений национального рейтинга и CORE-рейтинга при построении моделей множественной регрессии. Коэффициент корреляции между значениями

CORE–рейтинга и нормированного CORE–рейтинга (то есть пересчитанного согласно шкалы перехода равен 0,948712, что является довольно высоким показателем и свидетельствует о правильности выбора шкалы перехода от значений CORE–рейтинга к значениям национального рейтинга.

Поскольку с 2004 года Институт корпоративного права и управления больше не представляет свой рейтинг, то использование разработанной автором методики позволяет сделать расчет сквозной модели по данным за 2001-2005 гг. с использованием сводного рейтинга. С этой целью были отобраны компании, которые имели РКУ хотя бы в двух из пяти исследуемых лет. Для недостающих периодов РКУ был присвоен экспертным путем по методике консорциума «РИД – Эксперт РА». В случае если у компании в течение года было несколько значений РКУ, то из них выбирался наибольший. Таким образом, была сформирована панель (пространственно-временная выборка) из 100 компаний с ежегодными наблюдениями за период 2001-2005 гг. Данное обстоятельство, безусловно, вносит некоторые ограничения в интерпретацию полученных результатов. Однако, учитывая, что кардинальное изменение уровня корпоративного управления в течение одного года практически невозможно в связи со сложностью данной системы, вероятность ошибки в оценке значения рейтинга очень мала.

В качестве переменной характеризующей стоимость компании была принята ее рыночная стоимость МС (Market Capitalization), то есть капитализация компании, рассчитываемая как рыночная стоимость одной обыкновенной акции умноженная на их общее количество.

Выбранная система переменных была использована автором для исследования влияния уровня корпоративного управления на рыночную стоимость компании.

Первоначально в качестве зависимой переменной в модели множественной регрессии выступала рыночная стоимость компаний МС (данные РТС,

капитализация на последний день квартала). Тестируемая модель имела следующий вид:

$$MC = C(1)* PA + C(2)*PROFIT + C(3)* FIXLOWN + \\ +C(4)*RCG + C(5)* RTS + C(6)$$

Однако ряд переменных имеет распределение, далекое от нормального, что приводило к существенной неоднородности дисперсий ошибок (гетероскедастичность, *heteroscedasticity*)⁶⁵. Этот вид нарушений стандартных предположений характерен для статистических данных, относящихся к одному моменту времени, но собранных по различным регионам и различным предприятиям. С целью устранения этой проблемы объясняемая переменная была прологарифмирована, а значения величин чистых активов были нормированы. Таким образом, тестируемая модель приобрела окончательный вид:

$$LNMC = C(1)* LNPA + C(2)*PROFIT + C(3)* FIXLOWN + \\ +C(4)*RCG + C(5)* RTS + C(6),$$

где LNMC = LN (MC)

LNPA = LN (PA)

Учитывая специфику данных (выборка из 100 предприятий за пять лет с 2001 по 2005 гг.), при оценке регрессионных моделей были использованы методы оценивания панельных данных. В приложении 4 приведены результаты оценивания параметров модели с использованием методов фиксированных и случайных эффектов. F-тест подтверждает гипотезу о существовании ненаблюдаемых эффектов. Тест Хаусмана (*Hausman specification test*) указывает на присутствие статистически значимых различий между коэффициентами, полученными при оценивании по методам случайных и фиксированных

⁶⁵ Гетероскедастичность приводит к тому, что оценки дисперсий коэффициентов линейной модели оказываются смещенными и построенные доверительные интервалы для них не соответствуют заявленным уровням значимости, что может приводить к ошибочным статистическим выводам в отношении гипотез о значениях коэффициентов линейной модели.

эффектов, что является основанием для использования метода фиксированных эффектов (оценки, полученные этим методом, состоятельны). Кроме того, учитывая характер данных, был проведен тест на гетероскедастичность и автокорреляцию. Гетероскедастичность приводит к тому, что оценки дисперсий коэффициентов линейной модели оказываются смещенными и построенные доверительные интервалы для них не соответствуют заявленным. Модифицированный тест Вальда (*Modified Wald statistic*) показал наличие данного явления в модели. Автокорреляция остатков обычно наблюдается тогда, когда эконометрическая модель строится на основе временных рядов⁶⁶. В моделях регрессии, описывающих зависимости между случайными значениями взаимосвязанных величин, она снижает эффективность применения метода наименьших квадратов (МНК). Тест Вулдриджа (*Wooldridge test*) на автокорреляцию в панельных данных показал наличия данного эффекта в исследуемых данных, поэтому в дальнейшем использовался доступный обобщенный МНК, скорректированный по методике Прайса-Уинстена (*Prais-Winsten regression, correlated panels corrected standard errors (PCSEs)*), который при вычислении учитывает гетероскедастичность и автокорреляцию в панельных данных.

⁶⁶ Автокорреляция [autocorrelation, serial correlation] - корреляционная связь между значениями одного и того же случайного процесса $X(t)$ в моменты времени t_1 и t_2 .

2.2. Анализ параметров эконометрических моделей.

Расчеты модели проводились с помощью эконометрического пакета STATA 8. Уравнение множественной регрессии с использованием значений рейтинга Института корпоративного права и управления (CORE–рейтинга) тестировалось в двух модификациях: собственно со значениями CORE–рейтинга и со значениями нормированными, то есть приведенными к значениям сводного рейтинга.

Все коэффициенты имеют предсказуемый знак, то есть увеличение величины чистых активов, повышение рентабельности продаж, уровня доверия кредиторов, качества корпоративного управления, а также улучшение ситуации на фондовом рынке, приводит к повышению рыночной стоимости компании. Уровень аппроксимации модели довольно высокий ($R\text{-squared} = 0,9834$). Все регрессоры значимы по t-критерию на уровне 1%, RCG – на уровне 5%.

Таблица 2.2.1.

Параметры модели со значениями CORE–рейтинга

| | CORE-РЕЙТИНГ | | | |
|-----------------------|--------------|--------|-----------|-------|
| Количество компаний | 33 | | | |
| Количество наблюдений | 66 | | | |
| LNMC | β_i^* | Coef. | Std. Err. | Prob. |
| LNPA | 0,6351 | 0,6850 | 0,1000 | 0 |
| PROFIT | 0,2564 | 2,5482 | 0,3915 | 0 |
| FIXLOWN | 0,3093 | 2,4236 | 0,9932 | 0,015 |
| RCG | 0,0819 | 0,0136 | 0,0060 | 0,023 |
| RTS | 0,1283 | 0,0017 | 0,0002 | 0 |
| C | | 0,9684 | 1,4402 | 0,501 |
| R^2 | 0,9834 | | | |
| Wald $\chi^2(6)$ | 4084,62 | | | |

* β_i - стандартизованные коэффициенты регрессии

Анализируя данное уравнение мы видим, что увеличение чистых активов на 1 млн. руб. при прочих равных условиях может дать прирост рыночной

стоимости с показателем степени 0,6850. Повышение рентабельности продаж на 1% позволяет прогнозировать увеличение стоимости фирмы на коэффициент $e^{(2,5482) \cdot (0,01)} = 1,0258$. Увеличение доли долгосрочных заемных средств по отношению к собственному капиталу на 0,01 при неизменных значениях других показателей влечет за собой рост капитализации на коэффициент $e^{(2,4236) \cdot (0,01)} = 1,0245$.

Улучшение текущей ситуации на российском рынке ценных бумаг также может привести к росту рыночной стоимости компании. Вопросы вызывает, казалось бы низкое влияние индекса РТС на капитализацию, однако можно отметить, что увеличение рыночной стоимости компании на $e^{0,0017}$ или 1,001701 раз приходится на рост индекса РТС только на 1 пункт. Например, индекс РТС за 2005 год вырос на 518 пунктов, тогда оценка коэффициента прироста капитализации за счет изменения макроэкономической конъюнктуры при прочих равных условиях составляет $e^{0,0017 \cdot 518} = 2,41$ раза.

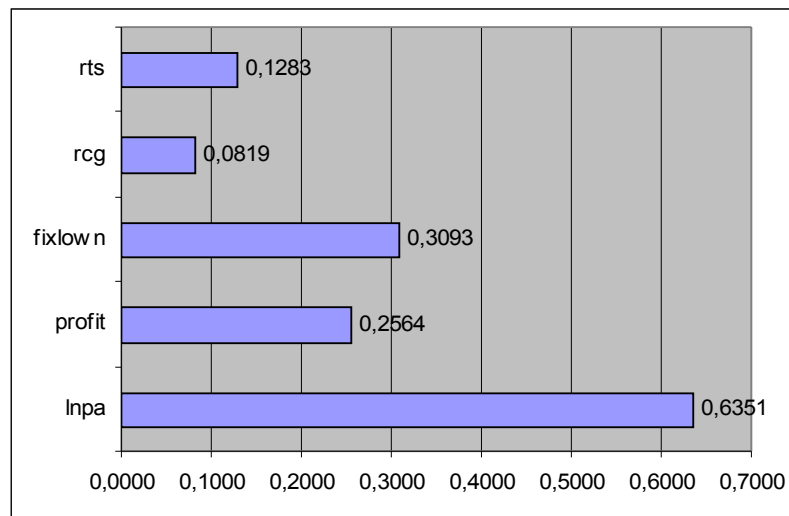


Рис. 2.2.1. Стандартизированные коэффициенты регрессии CORE–рейтинг

В данном исследовании интерес вызывает коэффициент, стоящий при переменной RCG, описывающей уровень качества корпоративного управления в компании. Полученные данные говорят о том, что при росте уровня корпоративного управления на единицу, рыночная цена компании увеличится в $e^{0,0136}$ раз при прочих равных условиях. Это означает, что при переходе уровня

качества корпоративного управления от худшего к лучшему (от 31,75 до 86,6 по данным CORE-рейтинга за 4 квартал 2003 г.) можно прогнозировать рост капитализации на коэффициент $e^{0,0136 \cdot 54,85} = 2,108465$. Полученные данные практически совпадают с результатами, полученными в исследовании Полиенко и Старюка, которые прогнозировали рост стоимости компании в 1,9 раз при тех же условиях.

Анализ стандартизированных коэффициентов⁶⁷ (см. рис. 2.2.1) показывает, что в рассматриваемый период для выбранных компаний наибольшее влияние на формирование рыночной стоимости оказывают финансовые показатели компании: величина чистых активов, коэффициент долгосрочного привлечения заемных средств и рентабельность продаж. Причем использование финансового рычага имеет не намного, но все же более весомый вклад в величину стоимости, чем доля прибыли в выручке. В то же время капитализация компаний больше зависит от состояния фондового рынка, чем от качества системы корпоративного управления.

Анализ на мультиколлинеарность, проведенный с помощью построения вспомогательных регрессий, показал отсутствие данного эффекта между объясняющими переменными. Отсюда можно сделать вывод, что рейтинги корпоративного управления не зависят от размера компании, не являются отражением её финансовых характеристик, отраслевой принадлежности, а также ситуации на фондовом рынке в стране.

С целью проверки надежности применяемой автором методики формирования единого рейтинга корпоративного управления была рассчитана модель множественной регрессии с использованием CORE-рейтинга, приведенного к шкале сводного рейтинга. Коэффициент при переменной рейтинга увеличился примерно в 6,77 раз, что объясняется изменением

⁶⁷ "Стандартизированные коэффициенты регрессии показывают, на сколько сигм изменится в среднем результат, если соответствующий фактор изменится на одну сигму при неизменном среднем уровне других факторов. В силу того, что все переменные заданы как центрированные и нормированные, стандартизированные коэффициенты регрессии β_i сравнимы между собой". Цитировано по: Эконометрика: Учебник/ И.И.Елисеева, С.В. Курьшева, Т.В. Костеева и др.; под ред. И.И.Елисеевой.- 2-е изд., перераб. и доп. - М.: Финансы и статистика, 2005. – с.128-129

размерности используемой шкалы: в CORE-рейтинге шкала от 1 до 100, а в сводном рейтинге – от 1 до 11.

Таблица 2.2.2.

Параметры модели со значениями CORE-норм

| | CORE-норм | | | |
|-----------------------|-----------|--------|-----------|-------|
| Количество компаний | 33 | | | |
| Количество наблюдений | 66 | | | |
| LNMC | β_i | Coef. | Std. Err. | Prob. |
| LNPA | 0,6335 | 0,6833 | 0,1012 | 0 |
| PROFIT | 0,2822 | 2,8040 | 0,3175 | 0 |
| FIXLOWN | 0,3150 | 2,4682 | 0,9001 | 0,006 |
| RCG1 | 0,0610 | 0,0923 | 0,0608 | 0,129 |
| RTS | 0,1358 | 0,0018 | 0,0002 | 0 |
| C | | 1,0093 | 1,4479 | 0,486 |
| R ² | 0,9899 | | | |
| Wald $\chi^2(6)$ | 4139,94 | | | |

Расчет модели с нормированным CORE-рейтингом, то есть приведенным к значениям сводного рейтинга, не привел к значительным изменениям коэффициентов регрессии при других переменных (см. рис.2.2.2).

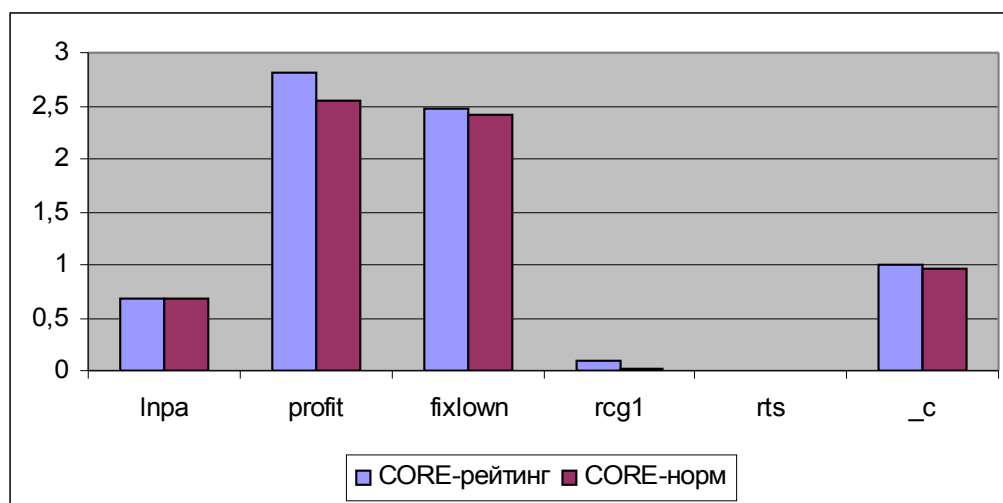


Рис. 2.2.2. Сравнение коэффициентов двух регрессий.

Следовательно, можно сделать вывод о том, что методика перехода от значений CORE-рейтинга и рейтинга агентства "Эксперт" к значениям сводного рейтинга, предложенная автором, не искажает экспертные оценки качества корпоративного управления и позволяет сформировать общую однородную выборку для построения моделей множественной регрессии по

выбранной системе показателей для исследования влияния уровня корпоративного управления и других факторов на формирование рыночной стоимости компаний.

Разработанная автором методика перехода от значений CORE-рейтинга и рейтинга "Эксперт-РИД" к значениям сводного рейтинга позволила рассчитать модель с использованием данных обеих выборок, таким образом, была получена более представительная выборка наблюдений по большему количеству компаний и за более длительный период времени. В выборку, по которой считалась данная модель, вошли помимо компаний, имеющих CORE-рейтинг, также компании, входящие в НРКУ. Данная выборка несколько смещена в сторону электроэнергетической отрасли, поскольку из 100 компаний 40 представляют именно эту отрасль. Но поскольку другие данные отсутствуют, то приходится использовать имеющиеся сведения.

Таблица 2.2.3.

Результаты регрессионного анализа CORE-EXPERT

| | CORE-EXPERT | | | |
|-----------------------|-------------|----------|-----------|-------|
| Количество компаний | 100 | | | |
| Количество наблюдений | 500 | | | |
| LNMC | β_i | Coef. | Std. Err. | Prob. |
| LNPA | 0,5739 | 0,75688 | 0,05473 | 0 |
| PROFIT | 0,1651 | 1,55009 | 0,37837 | 0 |
| FIXLOWN | 0,2303 | 2,49842 | 0,39175 | 0 |
| RCG | 0,1109 | 0,24420 | 0,07490 | 0,001 |
| RTS | 0,1512 | 0,00108 | 0,00025 | 0 |
| C | | -0,99136 | 0,60202 | 0,1 |
| R ² | 0,9584 | | | |
| Wald $\chi^2(6)$ | 404,08 | | | |

Все коэффициенты подтверждают свою значимость на уровне 1%. Уровень аппроксимации модели довольно высокий (R-squared = 0,9584). Анализируя данное уравнение мы видим, что увеличение чистых активов на 1 млн. руб. при прочих равных условиях может дать прирост рыночной стоимости с показателем степени 0,75688. Повышение рентабельности продаж на 1%

позволяет прогнозировать увеличение стоимости фирмы на коэффициент $e^{(1,5501) \cdot (0,01)} = 1,0156$. Увеличение доли долгосрочных заемных средств по отношению к собственному капиталу на 0,01 при неизменных значениях других показателей влечет за собой рост капитализации на коэффициент $e^{(2,49842) \cdot (0,01)} = 1,0253$.

Улучшение текущей ситуации на российском рынке ценных бумаг также может привести к росту рыночной стоимости компании. Вопросы вызывает, казалось бы низкое влияние индекса РТС на капитализацию, однако можно отметить, что увеличение рыночной стоимости компании на $e^{0,0011}$ или 1,001081 раз приходится на рост индекса РТС только на 1 пункт. Например, индекс РТС за 2005 год вырос на 518 пунктов, тогда оценка коэффициента прироста капитализации за счет изменения макроэкономической конъюнктуры при прочих равных условиях составляет $e^{0,0011 \cdot 518} = 1,7497$ раза.

Оценка коэффициента $RCG = 0,24420$. Согласно этим данным можно сделать вывод, что в период 2001-2005 гг. российские компании, повышая свой рейтинг корпоративного управления на единицу, могли рассчитывать в среднем на повышение рыночной цены на коэффициент $e^{0,2442}$ или 1,2766 при прочих равных условиях. Для сравнения, получить такой же прирост, изменяя финансовые характеристики, можно путем увеличения рентабельности продаж на 16% или увеличив размер чистых активов в 1,4 раза. Затраты на такой прирост рентабельности на наш взгляд несопоставимы с затратами на улучшение уровня корпоративного управления в компании.

Анализ стандартизированных коэффициентов (рис. 2.2.3) показывает, что в период 2001-2005 гг. для исследуемой выборки компаний наибольшее влияние на формирование рыночной стоимости оказывают финансовые показатели компании: величина чистых активов, коэффициент долгосрочного привлечения заемных средств и рентабельность продаж. В тоже время изменения ситуации на фондовом рынке вносят почти такой же вклад в величину рыночной

стоимости, как и изменения в рентабельности продаж (0,1512 и 0,1651 соответственно).

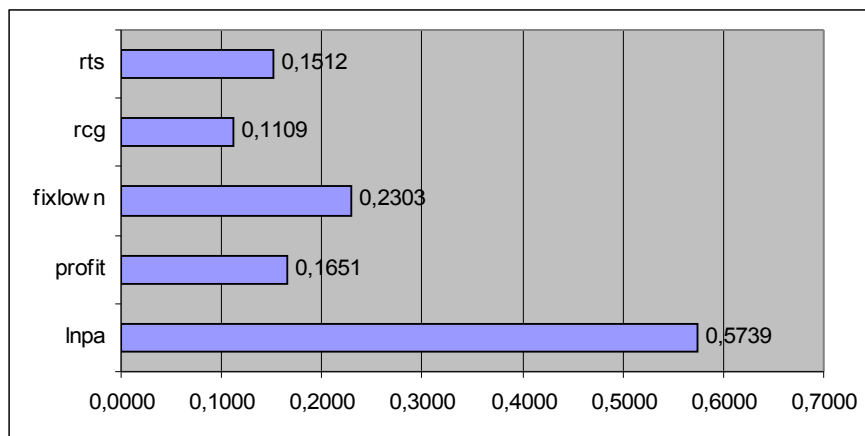


Рис. 2.2.3. Стандартизированные коэффициенты регрессии CORE-EXPERT

Для проверки, выдвинутой автором гипотезы об изменении влияния корпоративного управления на формирование стоимости компании в течение рассматриваемого периода, были рассчитаны модели, учитывающие изменения рыночной капитализации в различные периоды времени. Подобное исследование проводится автором впервые, ни в одной из рассмотренных выше работ исследование изменения влияния качества корпоративного управления на формирование рыночной стоимости компаний во временном разрезе не проводилось. Скорее всего, это было связано с недостатком имеющихся на тот момент данных.

Сначала была рассчитана модель, учитывающая изменение капитализации со временем. В уравнение регрессии были введены фиктивные переменные (dummy) $Y(i)$, значения которых равны 1 в случае, если данные относятся к i -му году и 0 – в противном случае (базовый период – 2005 г.). Использование фиктивных переменных позволяет оценить значимость различия данных полученных при объединении неоднородных наблюдений, относящихся как в данном случае, к различным отраслям и к различным периодам времени. В таком случае регрессии, построенные для отдельных групп, могут существенно различаться, а регрессионная модель, построенная по объединенным данным, не учитывает этого различия. Привлечение фиктивных переменных позволяет

оценить значимость такого различия и по результатам этой оценки остановиться на модели с агрегированными данными или на модели, в которой учитывается различие параметров связи для различных групп.

Введение фиктивных переменных привело к снижению значения и значимости коэффициента RTS. В то же время значимость самих dummy очень высокая, также как и уравнения регрессии. Это свидетельствует о неоднородности переменной, описывающей состояние российского фондового рынка, но подтверждает устойчивость модели.

Полученные оценки коэффициентов позволяют сделать вывод о том, что существует тенденция роста размера капитализации в течение учитываемых четырех лет – с 2001 по 2004 год, поскольку в предыдущие периоды компании капитализировались с отрицательным коэффициентом по сравнению с 2005 годом (см. рис. 2.2.4). Эти данные подтверждают общеэкономическую динамику роста российского рынка ценных бумаг.

Таблица 2.2.4.

Модель с учетом временных эффектов

| | CORE-EXPERT | | | |
|-----------------------|-------------|---------|-----------|--------|
| Количество компаний | 100 | | | |
| Количество наблюдений | 500 | | | |
| LNMC | β_i | Coef. | Std. Err. | Prob. |
| LNPA | 0,6572 | 0,8668 | 0,0411 | 0,0000 |
| PROFIT | 0,2146 | 2,0152 | 0,5552 | 0,0000 |
| FIXLOWN | 0,1424 | 1,5449 | 0,4497 | 0,0010 |
| RTS | 0,0137 | 0,0001 | 0,0004 | 0,7870 |
| RCG | 0,0579 | 0,1275 | 0,0603 | 0,0350 |
| Y1 | -0,1517 | -0,8128 | 0,2657 | 0,0020 |
| Y2 | -0,1350 | -0,7233 | 0,2123 | 0,0010 |
| Y3 | -0,0694 | -0,3719 | 0,1398 | 0,0080 |
| Y4 | -0,0590 | -0,3162 | 0,1346 | 0,0190 |
| R ² | 0,9656 | | | |
| Wald $\chi^2(6)$ | 179994,37 | | | |

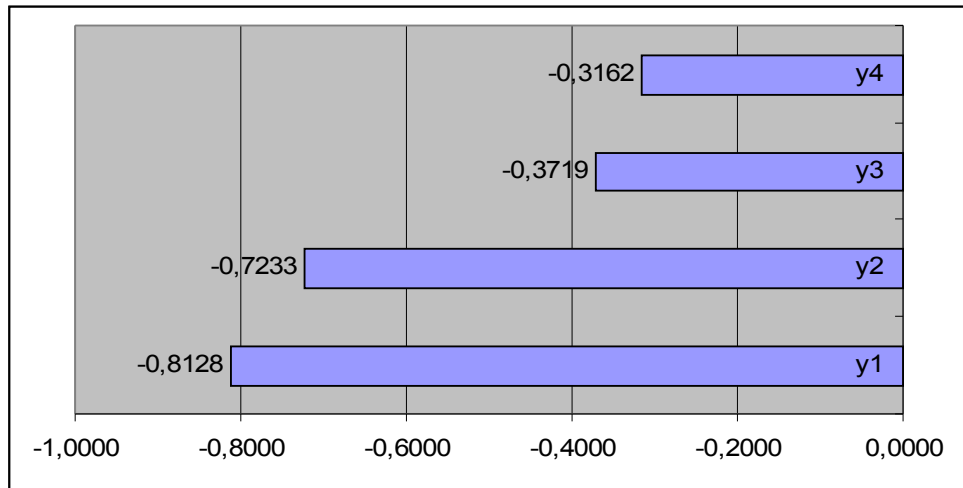


Рис. 2.2.4. Оценки коэффициентов, учитывающие влияние времени на капитализацию

В прошедшем 2005 году произошел качественный скачок в развитии российского фондового рынка. Индекс РТС в этот период вырос почти в 2 раза. Этому в первую очередь способствовали высокие мировые цены на энергоносители (цены на нефть с начала года увеличились почти на 60% - до 64 долларов за баррель). Кроме того, положительная динамика мировых фондовых рынков, присвоение инвестиционного рейтинга РФ всеми тремя мировыми рейтинговыми агентствами Fitch, Moody's и Standard&Poor's, макроэкономическая и политическая стабильность внутри страны, – все эти факторы повысили привлекательность российского рынка акций в глазах иностранных инвесторов. В итоге суммарная стоимость 200 российских компаний с наибольшей капитализацией за прошедший год выросла на 74% и составила 412,8 млрд. долларов, или 11,8 трлн. рублей.

Для исследования изменения влияния рейтингов корпоративного управления на рыночную стоимость российских компаний с течением времени в уравнение регрессии были введены фиктивные переменные $YR(i)$, значения которых равны RCG, если рейтинг присвоен в 200(i)-м году и 0 – в противном случае, таким образом, учитывается изменение влияния РКУ с течением времени.

Модель с учетом совместного влияния времени и РКУ

| | | CORE-EXPERT | | |
|-----------------------|-----------|-------------|-----------|-------|
| Количество компаний | 100 | | | |
| Количество наблюдений | 500 | | | |
| LNMC | β_i | Coef. | Std. Err. | Prob. |
| LNPA | 0,6539 | 0,862472 | 0,040198 | 0 |
| PROFIT | 0,2187 | 2,053422 | 0,552811 | 0 |
| FIXLOWN | 0,1417 | 1,536888 | 0,402708 | 0 |
| RTS | 0,3571 | 0,002551 | 0,000449 | 0 |
| YR1 | 0,0048 | 0,00432 | 0,07936 | 0,957 |
| YR2 | 0,1587 | 0,13545 | 0,06149 | 0,028 |
| YR3 | 0,1800 | 0,14771 | 0,05677 | 0,009 |
| YR4 | 0,2176 | 0,17333 | 0,05545 | 0,002 |
| YR5 | 0,2716 | 0,20433 | 0,04965 | 0 |
| C | | 0,00432 | 0,07936 | 0,957 |
| R ² | 0,9571 | | | |
| Wald $\chi^2(6)$ | 4676,62 | | | |

На рисунке 2.2.5. ясно видна тенденция роста влияния рейтинга корпоративного управления на рыночную стоимость российских компаний в период 2001-2005 гг. Особое внимание следует обратить на резкий "скачок", произошедший на рубеже 2001-2002 гг. Коэффициент YR1, который выражает влияние рейтингов КУ в 2001 году, имеет малую величину и практически незначим статистически. В 2002 году оценка значения коэффициента YR2 выросла почти в 30 раз и имеет статистическую значимость на уровне 5%.

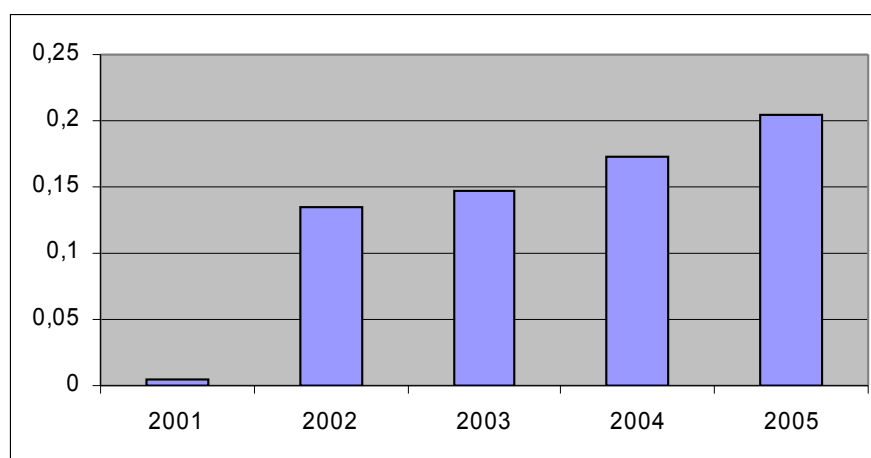


Рис. 2.2.5. Оценки коэффициентов, учитывающих изменение влияния РКУ на капитализацию с течением времени.

Данное изменение на взгляд автора произошло в связи с государственной политикой, направленной на повышение уровня корпоративного управления в российских компаниях и России в целом. В 2002 г. был принят Кодекс корпоративного поведения, который Федеральная комиссия по ценным бумагам Российской Федерации рекомендовало в качестве образца для корпоративной практики. Вскоре были приняты различные нормативные акты, в которых соблюдение принципов корпоративного управления становилось обязательным для выполнения для тех компаний, которые собирались выходить или уже действовали на фондовом рынке. Таким образом, значимость корпоративного управления как фактора формирования рыночной стоимости компаний значительно повысилась.

По мнению автора, величина влияния корпоративного управления на рыночную стоимость российских компаний со временем будет возрастать, но, скорее всего не такими темпами, как это было в начале 2000-х гг. Волна скандалов в сфере корпоративного управления 2001-2002 гг. стоила американской экономике 35 млрд. долларов. По мнению экспертов из Brookings Institution⁶⁸ такой ущерб равнозначен мгновенному повышению цен на нефть на 10 долл. за баррель. Кэрл Грэхем, директор Brookings Institution, занимающийся вопросами корпоративного управления, отметил, что в первую очередь скандалы негативно отразились на стоимости акций⁶⁹.

В этой связи хотелось бы отметить, что львиную долю рыночной стоимости крупных западных компаний составляют так называемые нематериальные активы⁷⁰, не входящие в состав основных и оборотных средств компании (см. табл.2.2.6).

⁶⁸ The Brookings Institution (USA). Один из крупнейших и авторитетнейших исследовательских центров США. Эта некоммерческая частная организация занимается научными исследованиями, образованием и публикациями в области экономики, государства, внешней политики и общественных наук.

⁶⁹ По материалам исследования: *Cooking the Books: The Cost to the Economy* by Carol Graham, Robert E. Litan, and Sandip Sukhtankar August 2002, <http://www.brook.edu/comm/policybriefs/pb106.htm>

⁷⁰ **Нематериальные активы** — долгосрочные активы, обеспечивающие предприятию доход, обладающие стоимостью и не имеющие материально-вещественного содержания: совокупность прав интеллектуальной собственности, организационные расходы и деловая репутация предприятия. Междисциплинарный словарь по менеджменту / Под общей редакцией: С.П. Мясоедова, М., «Дело», 2005 г., с. 169.

**Рыночная стоимость нематериальных активов (НМА)
и капитализация на 31.12.04 г., \$ млрд.**

| Компания | Капитализация | Рыночная стоимость НМА и ИС | НМА и ИС в % от инвестированного капитала |
|-------------------|---------------|-----------------------------|---|
| Disney | 58,4 | 44,7 | 66% |
| Heinz | 13,7 | 16,2 | 87% |
| Johnson & Johnson | 188,4 | 163,3 | 85% |
| Merck | 71,0 | 46,7 | 60% |
| Microsoft | 290,7 | 244,4 | 84% |
| Nike | 23,9 | 18,6 | 76% |
| Procter & Gamble | 138,8 | 138,4 | 85% |
| Yahoo! | 52,4 | 48,2 | 91% |

Источник: финансовая отчетность компаний, NYSE

Их в свою очередь можно разделить на явно оцениваемые рынком (например, патенты) и неявно оцениваемые (например, брэнды, человеческий капитал, знания, деловая репутация, уникальные ресурсы и компетенции, динамические способности)⁷¹. За 20 лет – с 1978 по 1998 гг. – доля нематериальных активов в рыночной капитализации компаний "развитых" рынков выросла с 20% до 74%⁷². В нашей стране подобных оценок не проводилось, тем не менее, с большой долей вероятности утверждать, что в нашей стране доля нематериальных активов в капитализации компаний намного ниже. Первый учебник по оценке интеллектуальной собственности⁷³ у нас появился лишь в 1997 году. Данное обстоятельство характеризует не только отставание российского фондового рынка, но и потенциал роста.

⁷¹ Бухвалов А. В. Что исследовать в корпоративном управлении. По материалам Летней школы "Российского журнала менеджмента"-2006.

⁷² Blair, Margaret M. Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for the 21st Century. — Wash. D. C.: The Brookings Institution, 1995.

⁷³ Козырев А. Н. Оценка интеллектуальной собственности. – М.: Экспертное бюро-М., 1997. – 289 с.

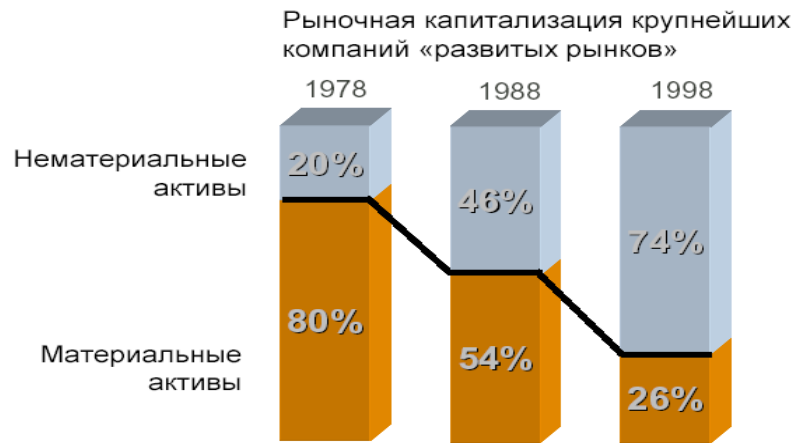


Рис.2.2.6. Структура капитализации крупнейших компаний "развитых рынков"

Источник: Blair, Margaret M. *Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for the 21st Century*. — Wash. D. C.: The Brookings Institution, 1995

В корпоративных скандалах пострадала, прежде всего, репутация компаний, поэтому можно утверждать, что корпоративное управление является фактором, оказывающим весьма существенное влияние на такую составляющую рыночной стоимости компаний как гудвилл (Goodwill)⁷⁴.

2.3. Отраслевые особенности формирования рыночной стоимости.

Особенности развития и перспективы отрасли, в которой функционирует компания: средняя рентабельность, продолжительность

⁷⁴ [Престиж](#), [деловая репутация](#), контакты, клиенты и [кадры](#) компании, ее [актив](#), который может быть оценен и занесен на специальный счет; не имеет самостоятельной [рыночной стоимости](#) и играет роль главным образом при [поглощениях](#) и [слияниях](#). ([Большой юридический словарь](#) / Под ред. А.Я. Сухарева, В.Е. Крутских.-М., 2002)

жизненного цикла, сезонность, емкость, уровень контроля со стороны государственно-ревизионных органов и другие факторы обуславливают особенности функционирования каждой конкретной компании, влияя на её инвестиционную привлекательность и рыночную стоимость. При этом стоит отметить, что среднеотраслевые показатели деятельности не всегда совпадают с показателями деятельности отдельных компаний.

При оценке отраслевой привлекательности принято рассматривать следующие показатели: емкость рынка и скорость его роста; области конкурентного соперничества (локальная, региональная, национальная, глобальная); стадии жизненного цикла отрасли; число конкурентов на рынке, их относительные размеры, степень концентрации; число покупателей и их относительные размеры; легкость входа и выхода; степень дифференциации продуктов/услуг конкурирующих фирм; уровень технологических изменений в процессе производства новых продуктов; является ли использование производственных мощностей критичным в достижении низкоценовой эффективности производства; наблюдается ли в отрасли зависимость стоимости единицы продукции от кумулятивной величины объема производства; требования к минимальному уровню капитала; прибыльность и уровень издержек; трудовые отношения; длительность производственного цикла; законодательное регулирование отрасли; производственный потенциал и платежеспособность покупателей; структурные изменения; движущие силы, имеющие основное значение для отрасли.⁷⁵

Одним из наиболее важных показателей, определяющих инвестиционную привлекательность российских отраслей, является рентабельность их деятельности. В России доходность различных отраслей неравномерна. Например, одну группу отраслей можно отнести к высокорентабельным – это отрасли топливно-энергетического комплекса,

⁷⁵ А. Дайан, Ф. Букерель. «Академия рынка: маркетинг.» Перевод с франц. под ред. д.э.н. А.Г. Худокормова, М.: Экономика, 1993, с. 114-200.

цветная и черная металлургия, предприятия связи. Другие же, как сельское хозяйство, угольный сектор, оптовая торговля продукцией производственно-технического назначения и жилищно-коммунальное хозяйство, являются либо низко-рентабельными, либо просто убыточными уже на протяжении длительного периода (таблица 2.3.1.).

Таблица 2.3.1.

Рентабельность продукции предприятий по отраслям экономики, %

| | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Всего в экономике | 18,9 | 14,4 | 10,9 | 10,2 | 13,2 |
| Промышленность | 24,7 | 18,5 | 14,4 | 13,5 | 17,9 |
| в том числе: | | | | | |
| Электроэнергетика | 13,5 | 15,7 | 11,3 | 10,1 | 9,8 |
| Топливная промышленность | 51,1 | 35,9 | 21,2 | 18,8 | 30,7 |
| из нее: | | | | | |
| нефтедобывающая | 66,7 | 46,5 | 20,6 | 20,7 | 36,3 |
| нефтеперерабатывающая | 34,5 | 24,0 | 15,5 | 19,1 | 22,5 |
| газовая | 30,0 | 17,4 | 47,0 | 20,5 | 16,2 |
| угольная | 3,2 | 8,7 | 4,7 | 1,6 | 19,0 |
| Черная металлургия | 25,6 | 12,5 | 16,5 | 21,8 | 36,2 |
| Цветная металлургия | 51,6 | 34,4 | 29,8 | 33,8 | 36,2 |
| Химическая и нефтехимическая | 17,0 | 11,5 | 8,8 | 9,0 | 12,2 |
| Машиностроение и металлообработка | 14,1 | 13,6 | 11,3 | 8,7 | 7,0 |
| Лесная, деревообрабатывающая и целлюлозно-бумажная | 16,5 | 11,5 | 9,2 | 7,0 | 7,1 |
| Строительные материалы | 9,0 | 9,8 | 9,0 | 9,5 | 10,1 |
| Легкая промышленность | 7,2 | 5,4 | 2,1 | 1,7 | 3,4 |
| Пищевая промышленность | 10,1 | 11,5 | 10,6 | 8,5 | 8,1 |
| Сельское хозяйство | 6,3 | 9,3 | 1,0 | 2,7 | 6,4 |
| Строительство | 9,7 | 9,6 | 6,1 | 6,0 | 5,0 |
| Транспорт | 17,2 | 13,6 | 8,0 | 9,2 | 8,5 |
| Связь | 30,7 | 34,7 | 33,4 | 36,0 | 32,9 |
| Торговля и общественное питание | 18,5 | 12,9 | 8,9 | 9,8 | 12,7 |
| Жилищно-коммунальное хозяйство | -17,6 | -15,7 | -13,1 | -11,5 | -9,0 |

Источник: Российский статистический ежегодник. 2005: Стат. Сб./Росстат.-М., 2006.- раздел 13, пункт 20.42

Так, наиболее привлекательными отраслями с позиции рентабельности являются: нефтедобывающая промышленность с рентабельностью 36,3%, цветная металлургия и черная металлургия – 36,2%, связь – 32,2% и нефтедобывающая промышленность – 22,5%. Низкую рентабельность имеют: транспорт (8,5%), машиностроение и металлообработка (7%), лесная, деревообрабатывающая и целлюлозно-

бумажная отрасль (7,1%), сельское хозяйство (6,4%), строительство (5%), и легкая промышленность (3,4%). Жилищно-коммунальное хозяйство имеет традиционно отрицательную рентабельность (-9,5%).

Отраслевая привлекательность определяется также объемом привлеченных инвестиций. В 2004 году наиболее привлекательными отраслями экономики для иностранных инвесторов были нефтедобывающая промышленность – 19,9% от общего объема инвестиций, а также предприятия торговли и общественного питания – 32,1% (таблица 2.3.2.).

Таблица 2.3.2.

Иностранные инвестиции по отраслям экономики, в %

| | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 |
|--|------------|------------|------------|------------|------------|
| Всего инвестиций | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| в том числе по отраслям: | | | | | |
| промышленность | 43,1 | 39,7 | 37,1 | 41,5 | 48,5 |
| из нее: | | | | | |
| топливная | 5,7 | 7,2 | 9,8 | 17,9 | 20,1 |
| нефтедобывающая | 5,1 | 6,8 | 9,6 | 17,1 | 19,9 |
| нефтеперерабатывающая | 0,6 | 0,4 | 0,2 | 0,6 | 0,2 |
| газовая | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,1 | 0,0 |
| угольная | - | 0,0 | 0,0 | 0,1 | 0,0 |
| химическая и нефтехимическая | 2,2 | 1,9 | 1,7 | 1,7 | 2,2 |
| машиностроение и металлообработка | 4,3 | 4,9 | 2,5 | 2,6 | 3,9 |
| лесная, деревообрабатывающая и целлюлозно-бумажная | 2,3 | 1,7 | 1,6 | 2,0 | 2,4 |
| пищевая | 16,3 | 10,9 | 6,1 | 3,5 | 2,4 |
| строительство | 0,8 | 0,7 | 0,6 | 0,9 | 1,0 |
| транспорт | 9,3 | 5,3 | 0,9 | 1,3 | 1,6 |
| связь | 8,5 | 3,5 | 2,2 | 2,3 | 3,4 |
| торговля и общественное питание | 17,8 | 37,1 | 44,5 | 35,4 | 32,1 |
| финансы, кредит, страхование, пенсионное обеспечение | 2,5 | 0,9 | 0,7 | 2,1 | 2,1 |
| другие отрасли | 15,5 | 7,2 | 7,1 | 5,0 | 8,3 |

Источник: Российский статистический ежегодник. 2005: Стат. Сб./Росстат.-М., 2006.- пункт 21.17

В два раза по сравнению с 2003 г. вырос объем инвестиций в абсолютном выражении в предприятия машиностроения и металлообработки и компании связи – с 769 до 1582 млн. долл. США и с 681 до 1369 млн. долл. США соответственно. Вложения в пищевую отрасль с каждым годом падают как в абсолютном, так и в относительном выражении. Легкая, газовая и угольная

отрасли, жилищно-коммунальная сфера, сельское хозяйство и электроэнергетика не представляют пока интереса для иностранных инвесторов.

За последние годы инвестиционный климат в России существенно изменился в лучшую сторону. В докладе Конференции ООН по торговле и развитию (ЮНКТАД) говорится, что в 2005 году объем прямых иностранных инвестиций в экономику России увеличился в два раза, составив 26,1 млрд. долл. по сравнению с \$12,5 млрд. долл. в 2004 году. Таким образом, Россия стала крупнейшим получателем иностранных денег в Юго-Восточной Европе и странах СНГ. Из этих средств 26,6% было направлено в обрабатывающую промышленность, 21% - в добычу полезных ископаемых. На конец 2005 года объем накопленных иностранных инвестиций составил \$96 млрд.⁷⁶

Компании, входящие в исследуемую выборку, можно сгруппировать по отраслевому признаку: 40 энергетических компаний, 12 нефтегазовых, 15 телекоммуникационных, 10 машиностроительных, 9 металлургических, 5 транспортных, 4 химических, 3 пищевых и 2 торговые компании.

С целью проверки гипотезы о существовании отраслевых особенностей влияния рассматриваемых факторов на формирование рыночной стоимости компаний (гипотеза 4), автором были рассчитана модель множественной регрессии, учитывающая влияние отраслей на капитализацию.

В исследовании Старюка-Полиенко⁷⁷ была попытка учесть отраслевую специфику формирования рыночной стоимости компаний. С этой целью ими в модель были включены фиктивные переменные для компаний электроэнергетики, экспорто-ориентированных (экспорт природных ресурсов) компаний и телекоммуникационных компаний. Однако в окончательных выводах речь шла лишь о том, что экспорто-ориентированные компании при

⁷⁶ Куликова Н. Экономика России: переломный момент. РИА Новости-Аналитика и комментарии.

[электронный ресурс]: <http://rian.ru/analytics/20060125/43183459.html>

⁷⁷ Старюк П. Ю., Полиенко В. И. Корпоративное управление и стоимость компании: ситуация в России // Управление компанией, 2004, №1, с.50-57, а также слайды к семинару ГУ-ВШЭ "Влияние качества корпоративного управления в российских компаниях на их стоимость", [электронный ресурс]: http://www.cgc.hse.ru/files/Roundtable_present_Polienko.ppt

прочих равных условиях капитализируются российским фондовым рынком выше, чем компании, представленные в иных секторах. По другим отраслям никаких выводов сделано не было. Вероятно, ограниченный размер выборки не позволил обнаружить закономерности для других отраслей.

Использование оригинальной авторской методики формирования сводного рейтинга позволило существенно расширить количество наблюдений за счет объединения данных двух рейтингов и сформировать представительную выборку из 100 компаний за 5 лет. В базовое уравнение регрессии были введены фиктивные переменные $OTR(i)$, значения которых = 1, если компания принадлежит к i -й отрасли и 0 – в противном случае. В качестве базовой была принята переменная $OTR1$ – нефтегазовая отрасль (см. табл. 2.3.3). Полученные оценки наглядно показывают, что по отношению к нефтегазовым компаниям компании других отраслей капитализируются с отрицательным коэффициентом (см. рис. 2.3.1).

Таблица 2.3.3.

**Параметры регрессии, учитывающей отраслевую специфику
капитализации российских компаний**

| | CORE-EXPERT | | |
|-----------------------------|-------------|-----------|-------|
| Количество компаний | 100 | | |
| Количество наблюдений | 500 | | |
| LNMC | Coef. | Std. Err. | Prob |
| LNPA | 0,6294 | 0,0616 | 0 |
| PROFIT | 1,0004 | 0,2644 | 0 |
| FIXLOWN | 1,4333 | 0,3096 | 0 |
| RTS | 0,0012 | 0,0003 | 0 |
| RCG | 0,2696 | 0,0595 | 0 |
| OTR2 (телекоммуникационная) | -0,6615 | 0,2758 | 0,016 |
| OTR3 (электроэнергетика) | -2,2957 | 0,1598 | 0 |
| OTR4 (машиностроение) | -1,6387 | 0,2418 | 0 |
| OTR5 (металлургия) | -0,9987 | 0,1251 | 0 |
| OTR6 (транспорт) | -1,2302 | 0,5842 | 0,035 |
| OTR7 (пищевая) | -0,3951 | 0,4814 | 0,412 |
| OTR8 (химическая) | -1,6999 | 0,4360 | 0 |
| OTR9 (торговля) | -1,0079 | 0,3030 | 0,001 |
| CONS | 1,5837 | 0,7571 | 0,036 |
| R^2 | 0,9600 | | |
| Wald $\chi^2(6)$ | 11672,08 | | |

Данное уравнение подтверждает сырьевую направленность российской экономики. Несмотря на постепенное снижение веса нефтегазовой отрасли в суммарной капитализации российского рынка эта доля по-прежнему велика – в 2005 году она составила 58,6%.

С наименьшими "потерями" по сравнению с нефтяниками капитализируются пищевые и телекоммуникационные корпорации, больше всех отстают компании электроэнергетики. Самую высокую прибавку к рыночной стоимости получают компании тех отраслей, которые имеют высокую долю иностранных инвестиционных вложений (сравните с табл.2.3.2).

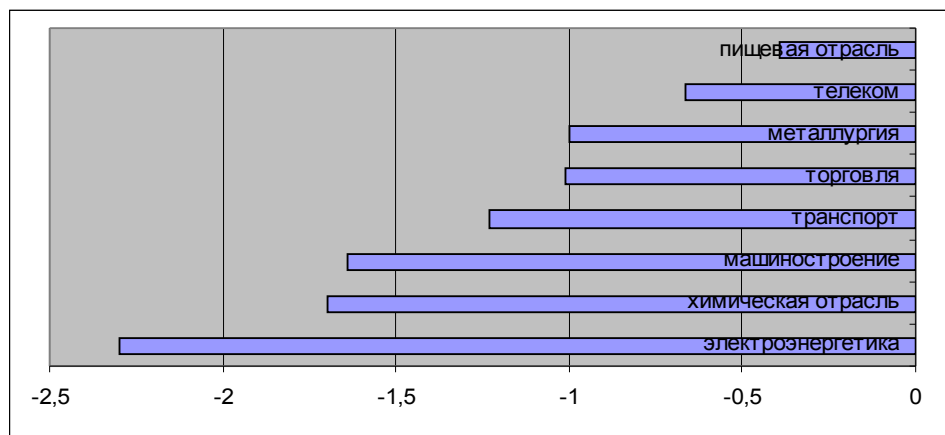


Рис. 2.3.1. Оценки коэффициентов, учитывающих отраслевую специфику капитализации компаний по сравнению с нефтегазовой отраслью

В таблице 2.3.4. представлены результаты регрессионного анализа модели, учитывающей отраслевую специфику влияния РКУ на капитализацию. В уравнение были введены фиктивные переменные, значения которых равны RCG, если компания представляет (i)-ю отрасль и 0 – в противном случае.

Анализ представленных моделей позволяет выделить отрасли, для которых влияние качества корпоративного управления на стоимость компании неоспоримо и весомо: нефтегазовая, металлургическая, пищевая и телекоммуникационная, а также отрасли, для которых влияние этого фактора низкое – электроэнергетика и торговля. Наиболее существенное влияние качества корпоративного управления на капитализацию выявлено в компаниях нефтегазового сектора. Повышение рейтинга на один пункт может дать прирост

рыночной стоимости в $e^{0,5162}$ или в 1,67 раза. Это объясняется тем, что нефтегазовые компании являются экспортоориентированными и наиболее привлекательными для иностранных инвесторов, которые предъявляют жесткие требования к уровню корпоративного управления.

Таблица 2.3.4.

Параметры регрессии, учитывающей отраслевую специфику влияния РКУ на капитализацию

| Количество компаний | | | 100 |
|-----------------------------|----------|-----------|-------|
| Количество наблюдений | | | 500 |
| | Coef. | Std. Err. | Prob |
| LNPA | 0,633741 | 0,062809 | 0 |
| PROFIT | 1,126305 | 0,300073 | 0 |
| FIXLOWN | 1,564983 | 0,308431 | 0 |
| RTS | 0,001135 | 0,000253 | 0 |
| OTR1 (нефтегазовая) | 0,516205 | 0,060753 | 0 |
| OTR2 (телекоммуникационная) | 0,36557 | 0,073502 | 0 |
| OTR3 (электроэнергетика) | 0,148721 | 0,055313 | 0,007 |
| OTR4 (машиностроение) | 0,242434 | 0,068977 | 0 |
| OTR5 (металлургия) | 0,369161 | 0,059463 | 0 |
| OTR6 (транспорт) | 0,298477 | 0,095196 | 0,002 |
| OTR7 (пищевая) | 0,407869 | 0,106937 | 0 |
| OTR8 (химическая) | 0,251643 | 0,07481 | 0,001 |
| OTR9 (торговля) | 0,344118 | 0,06662 | 0 |
| С | 0,029364 | 0,624474 | 0,962 |
| R ² | | 0,9643 | |
| Wald $\chi^2(6)$ | | 13355,63 | |

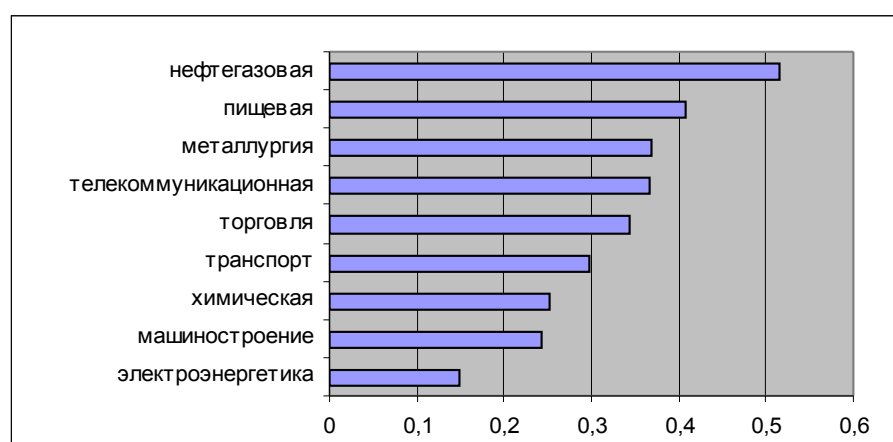


Рис. 2.3.2. Оценки коэффициентов, учитывающих отраслевую специфику влияния РКУ на капитализацию российских компаний

Агентство Energy Intelligence⁷⁸ 15 января 2004 г. опубликовало рейтинг корпоративного управления 20 ведущих нефтегазовых компаний мира. Согласно рейтингу, "ЮКОС" стоял на втором месте в мире (первое занимает относительно небольшая американская компания Marathon), а "Сибнефть" и "ЛУКОЙЛ" – на восьмом и 11-м местах соответственно. "Российские компании стремятся избавиться от стереотипа плохого корпоративного управления и за последние три года ввели наиболее современные западные правила управления, чтобы завоевать доверие инвесторов, – говорилось в бюллетене Energy Intelligence. Однако в том же рейтинге "Газпром" и "Сургутнефтегаз" заняли, соответственно, предпоследнее и последнее места. По мнению западных аналитиков, это "ультраконсервативные" компании, не сделавшие ни малейшей попытки приблизиться к международным стандартам корпоративного управления.

Таким образом, имеются существенный потенциал в развитии корпоративного управления в российских компаниях нефтегазового сектора. По мнению экспертов фондового рынка проблемы и риски, связанные с недоиспользованием всех ресурсов системы корпоративного управления, отнимают не менее 50% экономической добавленной стоимости (EVA) для акционеров российских нефтегазовых компаний, являются причиной низких котировок их акций, основных индикаторов фондового рынка, по сравнению с аналогичными показателями западных нефтегазовых концернов.

После компаний нефтегазового сектора наибольший прирост за счет улучшения качества корпоративного управления получают компании пищевого сектора. За 1995-1997 годы объем капиталовложений в отрасль увеличился почти на 40% - до 2,2 млрд. долларов в 1997 году, значительно опережая динамику роста инвестиций в топливный комплекс и в промышленность в целом. Даже после кризиса 1998 г. вложения в пищевую промышленность

⁷⁸ Energy Intelligence – международное агентство, которое на протяжении более 50 лет занимается мониторингом и анализом мировой нефтегазовой индустрии. Издательская группа Energy Intelligence включает в себя исследовательский институт, периодические печатные и интернет-издания.

стабильно держались на уровне 1,5-1,6 млрд. долларов ежегодно. В 2000-2001 годах объем вложений из-за рубежа в российское производство продуктов питания существенно превышал инвестиции в топливную промышленность. На сегодняшний день в России свои производства имеют почти все ведущие мировые компании по производству продуктов питания и табачных изделий, например Danone, Campina, Ehrmann, Sun Interbrew, Efes, Heineken и др. Это одна из самых модернизированных и технологичных отраслей российской экономики. По качеству продукции крупные отечественные предприятия не уступают иностранным компаниям. К тому же отрасль пережила период консолидации, и крупные российские холдинги вполне готовы к конкуренции с западными компаниями. И в этой связи интерес к качеству корпоративного управления стоит не на последнем месте. Наличие стратегического иностранного партнера заставляет поддерживать его на должном уровне.

Металлургические компании. С одной стороны, в металлургии сохраняются многие традиционные отраслевые особенности деятельности и, с другой стороны, в России сложились огромные металлургические корпорации, которые по масштабу деятельности, по квалификации специалистов, по уровню развития управленческих и информационных технологий не уступают иностранным компаниям. Лидерами в этой отрасли являются ГМК "Норильский никель" и "Северсталь". ГМК "Норильский никель" является одной из самых открытых компаний на российском фондовом рынке с полностью завершенной реструктуризацией акционерного капитала и достаточно низкими корпоративными рисками. ОАО "Северсталь" – одна из немногих компаний, имеющих стратегическое партнерство с иностранным инвестором (Европейский концерн "Арселор") и раскрывающая информацию на достаточно высоком уровне. Однако общий уровень корпоративного управления в металлургической отрасли является средним, В-В+ по рейтингу "Эксперт РА-РИД".

Консолидация активов в цветной и черной металлургии практически завершена. Сложилось несколько крупных холдингов: "Норильский никель", СУАЛ и "Русал", УГМК и РМК, "Северсталь" и "Мечел", ММК и НЛМК и др. Наша металлургия имеет серьезные конкурентные преимущества на мировом рынке, в первую очередь в виде низкой себестоимости производства. Это преимущество, оставшееся с советских времен, постепенно сходит на "нет". Сырьевая база скудеет, а на разработку новой требуются значительные инвестиционные ресурсы. Для поддержания статуса серьезного игрока нужно повысить эффективность по линии себестоимости производства готового проката, а для этого необходимы технологический прогресс, инновационные разработки, инвестиции, мгновенная адаптация к чутким изменениям спроса. Покупка нашими металлургами крупных активов на Западе – это элемент серьезной стратегии, которая отразится в первую очередь на развитии российского бизнеса. Такие инвестиции оформят лидерство российских металлургов на мировом рынке и придадут уверенности в устойчивости бизнеса. В этой ситуации внимание к качеству корпоративного управления должно повыситься, так как этот показатель становится одним из ключевых факторов снижения инвестиционных рисков.

Операторы связи в целом по выборке за 2001-2005 гг. имеют самый высокий рейтинг корпоративного управления среди российских предприятий. И это не удивительно, т.к. именно операторы связи относятся к компаниям новой экономики, возникшей уже в рыночных реалиях, следовательно, быстрее воспринимающих передовой опыт и культуру бизнеса у мировых лидеров.

Отечественный рынок телекоммуникаций является одним из самых быстрорастущих в мире. В период с 1996 по 2004 г. объем инвестиций в него вырос в 2,3 раза. 2004 год был очень благоприятным для отечественных телекоммуникационных компаний: объем российского рынка связи вырос на 37% и достиг 540 млрд. руб. это было связано с массивными инвестициями в эту отрасль: российские инвестиции превысили 4 млрд. долл., а зарубежные

составили 1,1 млрд. долл.⁷⁹ Доля отрасли связи и информационных технологий в 2004 г. в ВВП страны достигла 5%.

Сектор сотовой связи является самой динамично развивающейся частью телекоммуникационного рынка.⁸⁰ По данным Международного союза электросвязи ООН, в России на конец августа 2005 года число подписчиков на услуги сотовой связи (действующих SIM-карт) достигло 107 млн., тогда как в 2003 г. их было 36,5 млн. Количество пользователей сети Интернет выросло на 52%. Инвестиционная привлекательность сотовых операторов в настоящее время оценивается на более высоком уровне, чем региональных операторов электросвязи.

Кроме объективных факторов (высокие доходы, быстрый рост компаний, высокая рентабельность бизнеса, четкий план дальнейшего развития, меньшая степень государственного регулирования) на инвестиционную привлекательность сотовых компаний, по мнению большинства участников фондового рынка, влияет информационная прозрачность, предоставление отчетности по МСБУ, взаимодействие с финансовыми аналитиками и акционерами. В рейтинге корпоративного управления Standard&Poors компании "МТС" и "Вымпелком"⁸¹ имеют значительно более высокий рейтинг (7 из 10) по сравнению с "дочками" "Связьинвеста" (4-5). Кроме того, акции «МТС», «Вымпелком», а также компании «Голден Телеком» размещены на зарубежных биржах. Доля "дочерних" западных фирм в российских компаниях сотовой связи превышает 30%.⁸² Поэтому качество корпоративного управления в телекоммуникационных компаниях в среднем выше, чем в других отраслях.

Машиностроительная отрасль имеет ряд отличительных особенностей, многие из которых достались в наследство от социалистической экономики. В

⁷⁹ Центр сертификации и рейтингов ИНЭС. На грани перемен //Экономические стратегии, № 4,2005, стр. 64

⁸⁰ Центр сертификации и рейтингов ИНЭС. На грани перемен //Экономические стратегии, № 4,2005, стр.65

⁸¹ "Вымпелком" имеет самый высокий рейтинг среди 15 российских компаний, получивших рейтинг Standard&Poors

⁸² Дмитрий Гришанков, Дмитрий Кабалинский. Шесть процентов новой экономики. Эксперт-400// Эксперт, № 38, 2004 г.

эпоху СССР машиностроительные предприятия строились очень крупными, зачастую градообразующими и, в силу этого, негибкими. В результате промышленность была построена по отраслевому принципу с высоким уровнем специализации, низким уровнем межотраслевого и внутриотраслевого обмена и значительной зависимостью от транспортной сети. Кроме того, обязательным "довеском" для градообразующих предприятий было наличие объемной и разветвленной социальной инфраструктуры.

Машиностроительные предприятия отличаются от предприятий других отраслей промышленности высоким уровнем накладных расходов, высоким уровнем энергоемкости и металлоемкости, а также низким уровнем рентабельности, которая составляет, как правило, всего пару процентов. Например, Камский автомобильный завод при выручке в 47,5 млрд. рублей имеет чистую прибыль всего 25 млн. рублей. Относительно высокую эффективность бизнеса можно наблюдать только у «Северсталь-авто» (7%) и СП «Джи Эм — Автоваз» (10%). Длительный производственный цикл, характерный для машиностроения, является причиной длительного периода возвратности инвестиций. Также машиностроительные предприятия имеют относительно низкий уровень фондоотдачи, высокий уровень специализации, потребность в дорогостоящем высокотехнологичном оборудовании и высококвалифицированных рабочих и инженерно-технических кадрах.⁸³

В то же время, несмотря на все недостатки, машиностроительный бизнес имеет высокую капиталоемкость, а следовательно и стабильность, что влечет за собой его высокую стоимость на фондовом рынке. Так, по сведениям специалистов журнала "Эксперт" "при сопоставимых финансовых показателях сырьевой и машиностроительной компаний последняя будет стоить намного дороже"⁸⁴. Тем не менее, машиностроительному комплексу в России из года в год становится все труднее привлекать инвесторов. Машиностроение – это, прежде всего технологии. Научно-технический прогресс и технологические

⁸³ Черногоров А.Ю. Новая стратегия реструктуризации предприятий машиностроительной отрасли. Машиностроительный портал, http://www.mashportal.ru/technologies_management-257.aspx

⁸⁴ Виньков А. Машиностроение. 400 крупнейших компании России. //Эксперт, 2005, №38

инновации являются решающими факторами развития и роста машиностроительного комплекса, а значит и всей экономики в целом. К примеру, западноевропейские технологические компании каждые семь-десять лет проводят обновление оборудования, постоянно приобретают лицензии, финансируются дорогостоящие исследования в области инновационных технологий. Технологии в машиностроении России отстали на десятилетия от западных стран. Для модернизации и технологического развития необходимы миллиарды долларов инвестиций с неопределенными сроками окупаемости, а также приоритетная поддержка со стороны государства. Сейчас многие машиностроительные компании стали переходить под управление людей и структур, близких к государству. Так Газпромбанк приобретает ОМЗ, РАО "ЕЭС России" – "Силовые машины", в состав акционеров ОАО "Мотовилихинские заводы" вошла дочерняя компания "Рособоронэкспорта". "Рособоронэкспорт", по данным обозревателей журнала "Эксперт", за 700 млн. долларов приобрел компании AVVA и ЦО АФК, которым принадлежит более 60% акций АвтоВАЗа⁸⁵. Возможно частичная "национализация" решит изложенные выше проблемы и станет началом повышения конкурентоспособности российского машиностроения, а пока машиностроительные компании имеют самый низкий средний рейтинг корпоративного управления среди рассматриваемых отраслей.

Самый низкую оценку прироста рыночной стоимости за счет РКУ получили компании электроэнергетической отрасли. Исторически сложилось, что электроэнергетика представляет собой естественную монополию, холдинг, во главе которой стоит РАО ЕЭС России, а все электроэнергетические компании, за исключением "Башкирэнерго", "Иркутскэнерго", "Новосибирскэнерго" и "Татэнерго", являются дочерними или зависимыми организациями по отношению к нему. Таким образом, механизмы

⁸⁵ См. Виньков А. Машиностроение. 400 крупнейших компании России. //Эксперт, 2005, №38; Хисамова З. Кольцевое движение //Эксперт, 2005, № 40

конкуренции, к которым можно отнести корпоративное управление, в данной отрасли развиты весьма слабо.

В отрасли имеется свой лидер по уровню корпоративного управления – это "Ленэнерго" (В++ по рейтингу "Эксперт РА-РИД", или 8 баллов из 11 по сводному рейтингу). Это вполне объяснимо фактом участия в капитале компании западных инвесторов. Компания первой летом 2000 года приняла Меморандум корпоративного управления, и только через год аналогичный процесс произошел в РАО «ЕЭС России». «Ленэнерго» единственная из российских энергетических компаний имеет рейтинг корпоративного управления Standard&Poors, однако оценка международной компании не такая высокая, как у отечественных рейтинговых агентств – 5 из 10.

Основная масса энергетических компаний относится к классу В по Национальному рейтингу "Эксперт-РИД". То есть это компании со средним уровнем корпоративного управления, не нарушающие требования российского законодательства и частично следующие рекомендациям Кодекса корпоративного поведения. В этих компаниях не исключены риски нарушения прав акционеров, недобросовестной деятельности исполнительных органов компании и предоставления некачественной информации, частично учитываются интересы «иных заинтересованных лиц».

Реформа электроэнергетики, проводимая в настоящее время должна создать в стране современный конкурентный рынок электроэнергии, выработать механизмы конкуренции, под воздействием которых наиболее эффективные предприятия электроэнергетики будут развиваться, и работать, а менее эффективные – сокращаться. В настоящее время на рынке электроэнергетики в нашей стране действует государственное регулирование. Согласно действующему законодательству устанавливаемый тариф на электроэнергию должен компенсировать расходы производителя электроэнергии и давать ему экономически обоснованную долю прибыли. Причем независимо от того, насколько эффективной является та или иная

электростанция. Некоторые электростанции построены еще в 30-е годы, у них выработан ресурс, низкий КПД, но, тем не менее, потребитель вынужден оплачивать их расходы. Одна из задач реформы – это, прежде всего, привлечение инвестиций для развития наиболее эффективных технологий производства электроэнергии. Электроэнергетика – это огромные капитальные вложения с очень долгим сроком окупаемости. И для инвесторов особую важность приобретают знание долгосрочных перспектив производства, сбыта, объемов электроэнергии. Конкурентные механизмы, и качество корпоративного управления в том числе, будут играть значительную роль в привлечении интересов инвесторов.

Проведенное исследование отраслевых особенностей влияния качества корпоративного управления и других факторов на рыночную стоимость компаний достаточно убедительно подтвердило гипотезу о том, что отраслевая дифференциация имеет устойчивый характер и является проявлением отраслевой специфики функционирования компаний.

Исследование, проведенное с помощью эконометрических методов, показало, что рейтинг корпоративного управления действительно является фактором формирования рыночной стоимости, однако его влияние зависит от периода времени, для которого рассчитывается модель, и от отраслевой специфики исследуемых компаний. Однако при этом вне нашего внимания остались две межотраслевые группы: так называемые "голубые фишки"⁸⁶ и остальные компании, акции которых присутствуют на фондовом рынке.

В действительности такое деление компаний общепринято и, в контексте нашего исследования, имеется достаточно авторитетное мнение директора Российского института директоров И. Беликова, который утверждает, что наблюдаемая положительная корреляция между уровнем корпоративного управления и динамикой цен на акции компаний в присуща в основном лишь

⁸⁶ "Голубые фишки" – высоколиквидные ценные бумаги, обыкновенные акции наиболее известных, крупных и надежных компаний, зарекомендовавших себя стабильными показателями получаемых доходов и выплачиваемых дивидендов. См.: *Райзберг Б.А., Лозовский Л.Ш. Экономика и управление. -М., 2005; Экономика и управление, финансы и право / Авт.-сост. Л.П. Кураков, В.Л. Кураков, А.Л. Кураков.-М., 2004*

так называемым "голубым фишкам", тогда как для остальных размер компании и ее доля на рынке являются основными и даже исчерпывающими факторами, которыми руководствуются инвесторы при решении о покупке акций компаний на российском рынке⁸⁷.

Исследования, на которые ссылается Беликов, основаны на анализе ситуации в течение периода времени с 2001 по 2003 годы, когда основная масса компаний только знакомилась с принципами КУ. Автором настоящего исследования выдвинута гипотеза о том, что улучшение качества корпоративного управления положительно влияет на рыночную стоимость компаний вне зависимости от финансовых характеристик, отраслевых особенностей, размера компаний и рыночных ситуаций (гипотеза 2).

Для начала в базовое уравнение регрессии была введена фиктивная переменная SNIP, значения которой = 1, если компания относится к "голубым фишкам" и 0 – в противном случае. К "голубым фишкам" были отнесены следующие компании: "Автоваз", "Газпром", "ГМК Норильский никель", "ЛУКОЙЛ", "Сургутнефтегаз", "Сибнефть", "Татнефть", ЮКОС, РАО ЕЭС России, "Вымпелком", "Ростелеком" и "Уралсвязьинформ". Данные по ОАО Сбербанк России не учитывались в связи с тем, что эта компания не имеет рейтинга КУ. (см. табл. 2.3.5).

Интерпретация коэффициента SNIP следующая: компании, принадлежащие к категории "голубых фишек", при прочих равных условиях имеют дополнительный коэффициент прироста капитализации равный $e^{1,587} = 4,89$. Таким образом, высокая ликвидность акций имеет очень существенный вес в структуре факторов, формирующих рыночную стоимость компании.

⁸⁷ См. Беликов И. Хорошее корпоративное управление: кто заплатит премию?//РЦБ, 2004, №5

Модель, учитывающая влияние ликвидности акций на капитализацию («фишки-нефишки»)

| | | | |
|-----------------------|---------|-----------|-------|
| Количество компаний | 100 | | |
| Количество наблюдений | 500 | | |
| LNMC | Coef. | Std. Err. | Prob |
| LNPA | 0,5983 | 0,0679 | 0 |
| PROFIT | 1,3353 | 0,3664 | 0 |
| FIXLOWN | 2,2659 | 0,3690 | 0 |
| RTS | 0,0012 | 0,0003 | 0 |
| RCG | 0,1918 | 0,0618 | 0,002 |
| CHIP | 1,5870 | 0,2804 | 0 |
| CONS | 0,5157 | 0,7376 | 0,484 |
| R ² | 0,9666 | | |
| Wald $\chi^2(6)$ | 3486,89 | | |

В таблице 2.3.6. представлены результаты регрессионного анализа модели, в которой отдельно учитывались рейтинги, присвоенные компаниям, акции которых относятся к "голубым фишкам", и отдельно для всех остальных компаний. В уравнение были введены фиктивные переменные CHIPR, значения которой равны RCG, если компания принадлежит к категории "голубых фишек" и 0 – в противном случае, и CHIPNR, значения которой равны RCG, если компания *не* принадлежит к категории "голубых фишек" и 0 – в противном случае.

Таблица 2.3.6.

Модель, учитывающая специфику совместного влияния РКУ и ликвидности акций на капитализацию компаний

| | | | |
|-----------------------|---------|-----------|-------|
| Количество компаний | 100 | | |
| Количество наблюдений | 500 | | |
| LNMC | Coef. | Std. Err. | Prob |
| LNPA | 0,6205 | 0,0659 | 0 |
| PROFIT | 1,3507 | 0,3662 | 0 |
| FIXLOWN | 2,2707 | 0,3595 | 0 |
| RTS | 0,00121 | 0,00027 | 0 |
| «фишки» | 0,3656 | 0,0592 | 0 |
| «нефишки» | 0,1681 | 0,0631 | 0,008 |
| C | 0,4871 | 0,7403 | 0,511 |
| R ² | 0,9678 | | |
| Wald $\chi^2(6)$ | 1680,72 | | |

Данные таблицы 2.3.6. убедительно показывают, что несмотря на то, что влияние корпоративного управления на капитализацию "голубых фишек" в 2,4 раза выше по сравнению с другими, менее ликвидными акциями, тем не менее, влияние данного фактора остается, несомненно, положительным и достаточно весомым и для остальных компаний.

Присвоение России инвестиционного рейтинга в 2005 году всеми тремя международными рейтинговыми агентствами (Fitch, Standard&Poor's и Moody's) свидетельствует о признании усилий российского правительства по улучшению показателей государственной задолженности и внешней ликвидности. Оценка платежного баланса России свидетельствует о двойном увеличении объема иностранных инвестиций, что составляет 26,1 млрд. долл. по сравнению с \$12,5 млрд. долл. в 2004 году. На конец 2005 года объем накопленных иностранных инвестиций составил \$96 млрд. Капитализация российского фондового рынка в 2005 г. выросла почти в два раза. Стремительный рост акций российских эмитентов в первую очередь обусловлен масштабным притоком денег из-за границы. Российские акции сегодня активно скупают глобальные фонды развивающихся рынков, а также другие западные институциональные инвесторы. Например, пенсионные фонды, которые получили возможность инвестировать средства в российские бумаги с прошлого года, когда России был присвоен инвестиционный рейтинг. Интерес к российским акциям привел к тому, что они перестали оцениваться с традиционным занижением, по сравнению со средним показателем по новым индустриальным странам.

Прошедшие в 2004-2005 годах IPO российских компаний показали: для западных инвесторов привлекательны практически любые российские активы. В 2005 году объем средств, привлеченных посредством IPO, превысил суммарный показатель за все 10 предыдущих лет – более 4 млрд. долларов. Прошедшие размещения повысили интерес к данному виду привлечения инвестиций и на 2006-2008 гг. предполагается выход на публичный рынок более 40 компаний. Это положительно скажется на состоянии российского

фондового рынка. Ликвидность рынка будет повышаться по мере роста числа первичных публичных размещений, а на смену старым “голубым фишкам” придут новые. В мае 2005 г. в индекс MSCI Russia⁸⁸ были включены новые бумаги: «МТС» (вес 6,33 %), «Вымпелком» (6,03%), «АФК “Система”» (3,06 %), «Мечел» (1,49 %), «Вимм-Билль-Данн» (0,63 %), «Волга Телеком» (0,6 %) и «Транснефть» (2,44%), а также исключены акции «Мосэнерго». С 1 июня 2006 г. в расчет индекса MSCI Emerging Markets были включены рублевые акции ОАО "Газпром", GDR Новолипецкого металлургического комбината (НЛМК), а также привилегированные акции РАО "ЕЭС России". То есть акции этих компаний уже признаны крупнейшими международными инвесторами в качестве «голубых фишек». Высокая ликвидность и объем акций в свободном обращении (free float) вполне позволяют акциям ТНК-ВР, НОВАТЭК и "Полюс Золото" также претендовать на это звание.

Новые эмитенты уделяют вопросам корпоративного управления много внимания. Все затраты, связанные с внедрением передового опыта в области корпоративного управления, могут привести к зримым финансовым выгодам в виде привлечения масштабного акционерного капитала, если компанией заинтересуются стратегические иностранные и традиционные портфельные инвесторы, прежде всего крупные пенсионные фонды и страховые компании. Доля институциональных инвесторов на рынках капитала уже достигла 50% и имеет тенденцию к росту. На российском рынке таких инвесторов по-прежнему сравнительно немного, однако их роль и влияние неуклонно растут. Российским компаниям следует быть готовыми к росту интереса со стороны традиционных портфельных инвесторов уже в ближайшее время.

Высокое качество корпоративного управления есть благо для компании, поскольку, во-первых, это инструмент, с помощью которого может быть достигнут баланс интересов различных сторон, во-вторых, это необходимый

⁸⁸ Индекс российского фондового рынка, разработанный международной аналитической компанией «Morgan Stanley Capital International». Индексы MSCI служат важным ориентиром для глобальных фондов, большинство из которых придерживаются существующей структуры индексов, а некоторые не имеют права вкладывать средства в акции, не включенные в эти индексы.

компонент поступательного долгосрочного развития компании, в-третьих, средство привлечения капитала.

Выводы по второй главе:

1. Разработанная в ходе исследования оригинальная методика оценки рыночной стоимости компаний, учитывающая влияние как основных финансовых, так и нефинансовых факторов, в том числе и качества корпоративного управления, позволила рассчитать многофакторные модели, имеющие высокую степень достоверности результатов (коэффициент детерминации 0,95-0,98).
2. Анализ стандартизированных коэффициентов показывает, что в период 2001-2005 гг. для исследуемой выборки компаний наибольшее влияние на формирование рыночной стоимости оказывают финансовые показатели компании: величина чистых активов, коэффициент долгосрочного привлечения заемных средств и рентабельность продаж. В тоже время изменения ситуации на фондовом рынке вносят почти такой же вклад в величину рыночной стоимости, как и изменения в рентабельности продаж (0,1512 и 0,1651 соответственно).
3. Методика составления сводного рейтинга корпоративного управления позволила существенно расширить как выборку исследуемых компаний – до 100 компаний, что существенно больше, чем в предыдущих исследованиях: 21 компания у Блэка, у Рачинского и Полиенко-Старюка – 32, так и значительно увеличить период наблюдений, до пяти лет – с 2001 по 2005 годы.
4. Корпоративное управление действительно является фактором, влияющим положительно на формирование рыночной стоимости. В период 2001-2005 гг. российские компании, повышая свой рейтинг

корпоративного управления на единицу, могли рассчитывать в среднем на повышение рыночной цены на коэффициент $e^{0,135585} = 1,145207$.

5. Рейтинги корпоративного управления не зависят от размера компании, не являются отражением её финансовых характеристик, а также рыночной ситуации в стране. Об этом свидетельствует тестирование моделей на мультиколлинеарность, давший отрицательный результат.
6. Влияние корпоративного управления, как фактора формирования стоимости компании, в течение 2001-2004 гг. растет. Подтверждением данного вывода служит расчет модели, учитывающей изменение влияния РКУ на капитализацию с течением времени. В 2005 году влияние этого фактора снижается за счет резкого усиления фактора макроэкономической конъюнктуры.
7. Существуют значительные отраслевые особенности в формировании рыночной стоимости компаний.

Регрессионный анализ модели с отраслевыми эффектами подтвердил сырьевую направленность российской экономики. По сравнению с нефтегазовой отраслью предприятия других отраслей капитализируются с отрицательным коэффициентом. Несмотря на постепенное снижение веса нефтегазовой отрасли в суммарной капитализации российского рынка эта доля по-прежнему велика – в 2005 году она составила 58,6%. С наименьшими "потерями" по сравнению с нефтяниками капитализируются телекоммуникационные и пищевые корпорации, больше всех отстают компании электроэнергетики.

Выявлено, что корпоративное управление оказывает существенное влияние на капитализацию нефтегазовых, металлургических, пищевых и телекоммуникационных компаний, где значительно присутствие иностранных инвесторов. Отрасли, для которых влияние этого фактора низкое – электроэнергетика и торговля. Наиболее существенное влияние качества корпоративного управления на капитализацию выявлено в компаниях

нефтегазового сектора. Повышение рейтинга на один пункт может дать прирост рыночной стоимости в $e^{0,5162}$ или в 1,67 раза. Это объясняется тем, что нефтегазовые компании являются экспортоориентированными и наиболее привлекательными для иностранных инвесторов, которые предъявляют жесткие требования к уровню корпоративного управления.

Небольшая величина свободного члена в регрессиях и высокий уровень аппроксимации рассчитанных моделей свидетельствует о незначительной роли факторов, неучтенных при разработке модели, но имеющих влияние на рыночную стоимость компаний.

8. Высокое качество корпоративного управления оказывает положительное влияние на стоимость всех российских компаний, вне зависимости от их отраслевой принадлежности и размера на рынке. Однако «премия» за эффективное КУ для «голубых фишек» в 2,4 раза больше, чем у компаний с менее ликвидными акциями.
9. Предложенная автором методика оценки влияния качества корпоративного управления на рыночную стоимость компаний может использоваться для оценки капитализации компаний, планирующих осуществить первичное размещение акций; в целях управления и планирования деятельности предприятия в среднесрочном периоде (3-6 месяцев); для оценки уровня корпоративного управления в компаниях, не имеющих рейтинга, но акции, которых котируются на фондовом рынке.

Глава 3. Направления использования результатов эконометрического моделирования в целях прогнозирования и оценки рыночной стоимости компаний

3.1. Оценка рыночной стоимости компаний с использованием предложенной методики.

По результатам проведенного анализа были определены два направления использования предлагаемой методики оценки рыночной стоимости компаний с учетом фактора влияния качества КУ: для оценки капитализации компаний, планирующих осуществить первичное размещение акций, а также для оценки уровня корпоративного управления в компаниях, не имеющих рейтинга, но акции, которых котируются на фондовом рынке. В данном параграфе будет подробно рассмотрено первое из них.

Выбор модели для оценки стоимости компании зависит от целей, объекта и конкретных условий оценки. Однако в любом случае модель должна соответствовать ряду критериев, и в качестве основных, по мнению автора, можно выделить достоверность и применимость.

В результате проведенного исследования автором была предложена собственная методика оценки рыночной стоимости и на её основе рассчитаны 7 различных вариантов модели множественной регрессии, имеющих достаточно высокую степень аппроксимации. Модель является вполне адекватной с точки зрения достоверности и применимости.

Достоверность модели выражается в её способности отражать сложившиеся тенденции и закономерности влияния исследуемых факторов на рыночную капитализацию компаний. Интерпретация результатов моделирования, описанная подробно во второй главе, позволяет использовать эти факторы в качестве инструмента управления рыночной стоимостью компании.

Применимость модели означает её соответствие следующим требованиям: непротиворечивость, учетная возможность, понятность, прогнозируемость и верифицируемость.

Непротиворечивость. Предложенная модель является видоизмененной классической моделью скорректированной балансовой стоимости собственного капитала. В случае если потребуется оценка некоммерческой компании, развивающейся за счет собственных средств и не имеющей рейтинга КУ, то в этом случае значения соответствующих показателей будут приравнены нулю, и мы получим обычную модель, используемую в рамках затратного подхода, с учетом рыночной доходности.

Учетная возможность и понятность. Основные финансовые показатели, используемые в модели – чистые активы, рентабельность продаж, коэффициент долгосрочного привлечения заемных средств – рассчитываются на основании бухгалтерской отчетности компаний и используются при анализе хозяйственной деятельности предприятий.

Прогнозируемость. Представительная выборка (500 наблюдений по 100 компании) и длительный временной ряд (2001-2005 гг.) позволяют судить о прогнозируемости параметров модели.

Верифицируемость. Все используемые данные являются открытой информацией и могут быть проверены.

Интерпретация результатов. Прежде всего, величина свободного члена варьируется в различных моделях от -1,865 до 0,816. Возможно, отражает влияние на рыночную стоимость компаний недоучтенных факторов.

Коэффициент LNPA отражает влияние собственного капитала компании, вложенного в активы, и показывает уровень эффективности уже осуществленных капиталовложений. Вариация значений этого коэффициента от 0,684089 в модели "Фишки" до 0,876512 в основной модели "CORE-EXPERT" свидетельствуют о том, что каждый рубль, вложенный в чистые активы, дает от 1,98 до 2,40 рублей прироста рыночной стоимости компании.

Коэффициент PROFIT свидетельствует о сложившемся уровне эффективности российских промышленных компаний, их способности создавать прибавочную стоимость. Увеличение рентабельности продаж на 1% может дать прирост капитализации компании в среднем от 1,5% до 2%.

Слагаемое уравнения регрессии FIXLOWN показывает влияние коэффициента долгосрочного привлечения заемных средств (КДПЗС). В исследовании он был интерпретирован как показатель наличия у компании долгосрочных инвестиционных планов, а его величина характеризовала степень доверия кредиторов – чем ближе к единице, тем выше степень доверия. Прирост этого показателя на 1% также может привести к увеличению капитализации от 0,7% до 1,5%.

Зависимость капитализации от уровня корпоративного управления выражается в величине коэффициента RCG. Прирост рыночной стоимости компании при повышении рейтинга на единицу в период 2001-2005 гг. в среднем составляет 14,5%.

На взгляд автора, введение в модель оценки рыночной стоимости компании фактора, учитывающего качество корпоративного управления, позволяет максимально учесть отношение инвесторов к компании. Однако это придает некоторую специфичность модели. Поэтому предлагается провести апробацию результатов моделирования на примере прогноза рыночной стоимости компаний, проводящих первоначальное публичное размещение акций (Initial Public Offering, IPO).

IPO – предложение, которое компания делает всем заинтересованным инвесторам. То, насколько успешным будет это размещение, зависит от нескольких факторов. Во-первых, от информационной открытости и финансовой прозрачности компании-эмитента. Процедура IPO вынуждает эмитента раскрывать о себе достаточно много сведений: состав акционеров, финансовые показатели, публиковать отчеты о любом значимом событии, которое происходит в компании или затрагивает ее имя. Для привлечения

западного инвестора обязательным условием является переход эмитента на Международные стандарты финансовой отчетности (МФСО), который должен подтверждаться заключением иностранного аудитора. Во-вторых, инвесторы должны знать перспективы и стратегические направления развития компании. В-третьих, компания, задумавшая публичное размещение акций, должна продемонстрировать инвесторам устойчивый рост основных финансовых показателей на протяжении как минимум двух последних лет. То есть, прежде чем выходить на IPO, компания должна привести свою систему корпоративного управления в соответствие с правилами допуска ценных бумаг к торгам. Применение модели, учитывающей качество корпоративного управления, позволит отразить в оценке рыночной стоимости инвестиционную привлекательность компании.

Таблица 3.1.1.

**Рэнкинг компаний-эмитентов IPO на основе объема привлечённых
компанией средств**

| Компания-эмитент | Доход эмитента, млн. \$ | Объём IPO, млн. \$ | Доля акций, % | Торговая Площадка | Дата IPO | Дата присвоения рейтинга КУ |
|-------------------------------------|-------------------------|--------------------|---------------|-------------------|----------|-----------------------------|
| АФК "Система" | 1317,5 | 1353,76 | 16,5 | LSE | 09.02.05 | 30.04.2005 |
| НоваТЭК | 880 | 878,5 | 17 | LSE | 22.06.05 | |
| ЕвразХолдинг | 421,95 | 421,95 | 8,3 | LSE | 02.06.05 | |
| Мобильные ТелеСистемы | 322,73 | 322,73 | 15,4 | NYSE | 30.06.00 | 20.09.2001 |
| Стальная группа Мечел | 233,11 | 291,39 | 10 | NYSE | 29.10.04 | 31.01.2005 |
| Вимм-Билль-Данн Продукты Питания | 145,86 | 207,09 | 25 | NYSE | 08.02.02 | 28.05.2004 |
| Седьмой континент | 80,67 | 80,67 | 13 | PTC | 12.11.04 | |
| Вымпел-Коммуникации | 71,03 | 110,82 | 30 | NYSE | 15.11.96 | 11.03.2001 |
| Северсталь-Авто | 66,33 | 134,99 | 26,1 | ММВБ и PTC | 22.04.05 | |
| Концерн "Иркут" | 54,04 | 126,91 | 23,3 | ММВБ и PTC | 25.03.04 | 28.05.2004 |
| Открытые инвестиции | 49,53 | 68,82 | 38,5 | PTC | 29.11.04 | |
| Рамблер Интернет Холдинг | 30,75 | 39,88 | 26 | AIM / LSE | 09.06.05 | |
| Концерн "Калина" | 25,4 | 51,86 | 28 | ММВБ и PTC | 28.04.04 | 28.05.2004 |
| Аптечная сеть 36.6 | 14,4 | 14,4 | 20 | ММВБ | 29.01.03 | |
| РБК Информационные Системы | 13,28 | 13,28 | 16 | ММВБ и PTC | 18.04.02 | 28.05.2004 |
| АПК "Хлеб Алтая" | 4,01 | 8,03 | 9,9 | ММВБ и PTC | 22.03.05 | |

Источник: <http://www.mergers.ru/members/company.html>

В таблице 3.1.1. представлены данные по IPO российских компаний, проведенных в период с 1996 по 2005 гг. Из представленных в таблице компаний-эмитентов в нашу выборку вошли 8 компаний, ни одна из них на момент размещения не имела рейтинг КУ. Четыре компании – АФК "Система", Стальная группа Мечел, НПК "Иркут" и Концерн "Калина" – получили рейтинг от агентства "Эксперт РА" через 1-3 месяца после проведения IPO.

Для расчета рыночной капитализации воспользуемся допущением, что оценка уровня корпоративного управления проводится по ретроспективным данным, и никаких резких изменений в этот период не произошло. Кроме того, для расчета финансовых показателей будет использоваться та же информация, которая была доступна инвестору на момент размещения.

Например, АФК "Система" провела размещение АДР своих акций 9 февраля 2005 года по цене 1013 долларов за штуку. Инвестору в этот момент была доступна финансовая информация только за 3-й квартал 2004 г. Таким образом, исходная информация для оценки капитализации следующая:

Таблица 3.1.2.

Финансовые данные ОАО АФК "Система" на дату IPO

| Показатель | Данные | Ед. изм. | Показатель | Данные | Ед. изм. |
|----------------------------|----------|-----------|-------------------------|----------|-----------|
| Капитал и резервы | 91932,99 | млн. руб. | Объём IPO | 1353,76 | млн. \$ |
| Долгосрочные обязательства | 21669,43 | млн. руб. | Доля акций | 16,5 | % |
| Чистая выручка | 2 555,99 | млн. руб. | Доля акций | 1336500 | шт. |
| Прибыль/убыток от продаж | 2 045,02 | млн. руб. | Курс \$ на дату IPO | 28,1237 | руб. |
| Стоимость чистых активов | 91932,99 | млн. руб. | Капитализация по IPO | 230743,9 | млн. руб. |
| Рентабельность продаж | 0,80009 | | Количество акций, всего | 8100000 | шт. |
| Рейтинг КУ | 8 | балл | | | |
| Индекс РТС | 654,96 | пункт | | | |
| КДПЗС | 0,190748 | | | | |

Расчет рыночной капитализации компании осуществлялся по всем имеющимся вариантам модели, результаты приведены в таблице 3.1.3. Поскольку каждая модель дает различный уровень погрешности в ту и другую

сторону, то было принято рассчитать среднее по полученным результатам, либо средневзвешенное. В качестве весов использовались соответствующие коэффициенты множественной корреляции.

Таблица 3.1.3

**Результаты расчетов рыночной капитализации АФК "Система"
при IPO**

| Модели для расчета | Капитализация, млн.руб. | Отклонение от факта, % |
|--------------------|----------------------------|---------------------------|
| CORE-EXPERT | 269850,7 | 16,94816 |
| Годы | 399123,9 | 72,97271 |
| Годы+РКУ | 112812,7 | -51,1091 |
| Отрасли | 239620,9 | 3,847131 |
| Отрасль+ РКУ | 235265,3 | 1,959487 |
| Фишки | 99831,58 | -56,7349 |
| Фишки+РКУ | 105333,5 | -54,3505 |
| Среднее значение | 208834,1 | -9,49529 |
| Средневзвешенное | 208831,3 | -9,49649 |

Расчетная цена акции за штуку:

$$P = 235265,3 // 8100000 / 28,1237 * 1000000 = 916,74 \text{ долл./шт.}$$

Таким образом, оценка рыночной стоимости, полученная при помощи предлагаемой модели, отличается от фактической при IPO лишь на 9,5%.

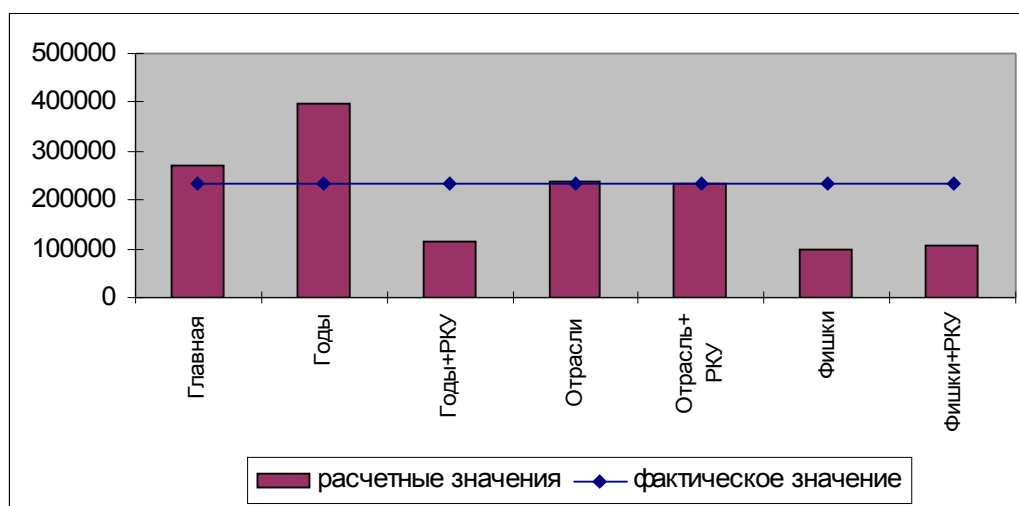


Рис. 3.1.1. Сравнение результатов моделирования и фактического значения капитализации АФК "Система" при IPO

Однако хотелось бы отметить, что цена акций при IPO, как правило, является завышенной, и в дальнейшем обычно происходит некоторый спад. В случае с АФК "Система" так и произошло, в течение более года инвесторы оценивали акции компании в сумму 790 долл./шт. и только к сентябрю 2005 г. цена достигла уровня, предложенного инвесторам при первичном размещении.

Полученный результат с выгодной стороны характеризует предлагаемую методику оценки. Однако по одному примеру нельзя полностью оценить качество прогнозирования. Поэтому приведем расчет рыночной стоимости ещё трех компаний (см. табл. 3.1.4): НПК "Иркут", концерна ""Калина" и Новолипецкого металлургического комбината (НЛМК).

Таблица 3.1.4

Результаты расчетов рыночной капитализации при IPO

| Компания-эмитент | Капитализация по IPO, млн. руб. | Расчетное значение, млн. руб. | Отклонение от факта, % |
|------------------|---------------------------------|-------------------------------|------------------------|
| НПК "Иркут" | 15515,91 | 14287,52 | -7,92 |
| Концерн "Калина" | 5278,61 | 4865,54 | -7,83 |
| Новолипецкий МК | 247823,85 | 248556,7 | 0,30 |

Размещение акций НПК "Иркут" в марте 2004 года подтвердило наличие серьезного интереса инвесторов к акциям предприятий, так или иначе относящихся к военно-промышленному комплексу страны. Оно стало одним из самых успешных проводимых в том году, причем для IPO были выбраны российские площадки – РТС и ММВБ. В то же время размещение трудно назвать первичным, поскольку размещались акции предыдущих выпусков, принадлежащие акционерам компании, а не дополнительная эмиссия. Но такие хитрости были связаны с неудобством российского законодательства, позволяющим осуществлять свободную торговлю акциями нового выпуска только после реализации преимущественного права приобретения акций дополнительной эмиссии не участвовавшими в голосовании акционерами и регистрации отчета о выпуске. Необходимо отметить, что схема публичного размещения акций, предложенная организаторами IPO "МДМ-Банком" и Credit

Suisse First Boston, вскоре нашла широкое применение на российском фондовом рынке.

Данные таблицы 3.1.3 свидетельствуют о небольшом отклонении в размере -7,92%, полученном при расчете рыночной стоимости НПК "Иркут" с использованием предлагаемой методики.

ОАО "Концерн "Калина" завершил размещение своих акций на ММВБ 28 апреля 2004 года. Всего к публичному размещению было предложено 1 млн. 331 тыс. 929 акций. В процессе размещения было принято заявок на 1 млн. 853 тыс. 555 акций; спрос превысил предложение на 39%. Кроме того, при этом проводилось одновременное размещение акций новой эмиссии и акций, предлагаемых существующими акционерами: ЕБРР и менеджментом компании. После завершения размещения количество акций ОАО "Концерн "Калина" в свободном обращении составило около 32% от общего количества выпущенных акций. Цена публичного размещения, утвержденная Советом директоров ОАО "Концерн "Калина" 23 апреля 2004 г., составила 550,62 руб. или 19 долл. за штуку.

Как видно из данных таблицы 3.1.5. сразу после размещения цена за акцию упала, несмотря на объявленное превышение спроса над предложением и лишь к февралю 2005 года достигла цены при IPO.

Таблица 3.1.5.

Цена за 1 акцию ОАО "Концерн "Калина"

| Месяц | Цена по 10 крупнейшим сделкам, долл. |
|--------|--------------------------------------|
| авг.04 | 17,63569 |
| сен.04 | 17,28159 |
| ноя.04 | 18,8375 |
| дек.04 | 17,06115 |

| | |
|--------|----------|
| фев.05 | 19,00836 |
| мар.05 | 23,76818 |

Источник: РТС

В течение последующих полутора лет было зарегистрировано всего 9 рыночных сделок на общую сумму 175100 долларов. Капитализация компании рассчитывалась по адресным⁸⁹ и репо⁹⁰ сделкам. Анализ показывает, что средний объем сделки – 2500 акций, и это при условии, что объем free-float акций "Калины" составляет около 32% или 3120740 шт. То есть фактически сделки совершались лишь для поддержания курса акций. Таким образом, мы приходим к выводу, что цена акций при IPO была несколько завышена.

Последнее размещение 2005 года, которое провел Новолипецкий металлургический комбинат (НЛМК) в начале декабря на Лондонской фондовой бирже, предложив инвесторам 7% пакет акций, принесло основному владельцу 609 млн. долларов.

Новолипецкий МК – третий по величине в России. В 2004 г. произвел 8,6 млн. тонн проката. Чистая прибыль в 2004 г. по US GAAP – \$1,8 млрд., выручка – \$4,5 млрд. Размещение проводилось по цене \$1,45 за акцию, что соответствует текущим котировкам на акции НЛМК на РТС. В результате объём акций НЛМК в свободном обращении достигнет уровня 9-10% акционерного капитала, включая 2-3% акций, обращающихся в России. Таким образом, бумаги комбината станут самыми ликвидными в российском металлургическом секторе⁹¹.

Расчет рыночной стоимости НЛМК по модели "металлургия" практически совпал с оценкой инвесторов. Расхождение в оценке составило всего 2%. При этом учитывался рейтинг корпоративного управления В+, присвоенный

⁸⁹ Адресная сделка — заявка на сделку с указанием контрагента, с которым планируется заключение сделки. Если от контрагента поступает встречная заявка, то такая сделка заключается, и участники сделки получают в тикете сделки информацию о том, что контрагентом по сделке выступает не биржа, а другой контрагент. Как правило, такие сделки заключаются в режиме переговорных сделок (РПС).

⁹⁰ СДЕЛКА РЕПО - Биржевая сделка, предусматривающая продажу ценных бумаг банку по курсу текущего дня с условием их покупки через определенный срок по повышенному курсу. См.: Корельский В.Ф., Гаврилов Р.В. Биржевой словарь: В 2 т.-М., 2000

⁹¹ См.: Russia Market Daily/ Ежедневный обзор ИК "Тройка-Диалог" от 12.12.2005 г., www.troika.ru

Новолипецкому МК в конце мая 2004 года. По нашим расчетам, в случае повышения рейтинга до В++, компания могла бы получить за тот же пакет акций на 77 млн. долларов больше. Так что качество корпоративного управления становится вполне ощутимым и довольно весомым фактором повышения капитализации компаний.

Как видно из приведенных выше примеров, предлагаемая модель обладает довольно высокой прогнозной силой. Поэтому хотелось бы привести пример прогнозирования капитализации для компаний, акции которых либо не торгуются на фондовых площадках, либо торгуются очень редко, но которые имеют рейтинг КУ.

Уровень корпоративного управления компании ОАО "Ростсельмаш" был оценен рейтинговым агентством "Эксперт РА" на уровне С++ (по шкале сводного рейтинга – 5) 31 января 2005 года. Акции компании были исключены из списка "Классический рынок РТС, акции" 18 января 2005 г. В период с 1998 по 2005 гг. по акциям с тиккером RTLM было совершено всего 5 сделок, последняя в январе 2002 г. Расхождение между ценой покупки и ценой продажи составляло более 5 раз: 9 и 50 долл. за 1 акцию⁹².

Последние сделки по акциям "Ростсельмаша" проводились во время размещения дополнительной эмиссии в августе 2004 года. Было полностью размещено 1 922 156 штук по цене 536 рублей за акцию, из них 1 175 806 штук в процессе осуществления преимущественного права приобретения дополнительных акций. Капитализация по результатам этого размещения составила 1717,13 млн. руб.

Используя допущение, что качество корпоративного управления за год не изменилось, рассчитаем рыночную стоимость компании и цену акций на 1-е февраля 2006 года.

Для расчета были использованы данные финансовой отчетности компании за 3-й квартал 2005 года.

⁹² Данные РТС на 17.01.2005 г. по тиккеру RTLM

Исходные данные для оценки рыночной стоимости ОАО "Ростсельмаш"

| Показатель | Данные | Ед.изм. |
|----------------------------|-----------|-----------|
| Капитал и резервы | 1 166,11 | млн. руб. |
| Долгосрочные обязательства | 818,097 | млн. руб. |
| Чистая выручка | 3 142,18 | млн. руб. |
| Прибыль/убыток от продаж | 42,706 | млн. руб. |
| Стоимость чистых активов | 1 172,56 | млн. руб. |
| Рейтинг КУ | 5 | |
| Индекс РТС | 1339,57 | |
| Кол-во акций, всего | 3 203 593 | шт. |
| КДПЗС | 0,412303 | |
| Рентабельность продаж | 0,013591 | |

Таблица 3.1.7.

Результаты расчетов рыночной капитализации ОАО "Ростсельмаш" на 1.02.2006

| Модель для расчета | МС, млн. руб. | Цена за акцию, руб. |
|--------------------|---------------|---------------------|
| CORE-EXPERT | 2284,66 | 713,16 |
| Годы | 1915,97 | 598,07 |
| Годы+РКУ | 4148,41 | 1294,92 |
| Отрасли | 2032,87 | 634,56 |
| Отрасль+ РКУ | 1993,10 | 622,15 |
| Фишки | 3462,01 | 1080,67 |
| Фишки+РКУ | 3402,47 | 1062,08 |
| Среднее значение | 2748,50 | 857,94 |
| Средневзвешенное | 2747,78 | 857,72 |

Согласно расчетам, рыночная капитализация компании "Ростсельмаш" на 1 февраля 2006 г. могла равняться 2747,78-2748,5 млн. руб. при цене за акцию в пределах 857,72-857,94 рублей, что соответствует 30,38-30,39 долл.

Хотелось бы при этом отметить, что со времени размещения дополнительной эмиссии, финансовые показатели ОАО "Ростсельмаш", используемые для расчета практически не изменились, но рентабельность продаж упала более чем в 3 раза. В то же время индекс РТС вырос более чем в два раза. На основании этих данных можно утверждать, что цена около 30

долларов за акцию является справедливой и более реальной, чем последние цены покупки и продажи на РТС – 9 и 50 долл. соответственно.

Аналогичные расчеты были проведены ещё для трех компаний: ОАО "Концерн "Энергомера", ОАО "Ставропольское акционерное общество энергетики и электрификации" ("Ставропольэнерго") и ОАО "Торговый дом ЦУМ". Две из них представляют Южный федеральный округ.

Акции компаний "Ставропольэнерго" и ТД ЦУМ на РТС представлены давно, ещё со времени приватизации, и имеют тикеры STRG и TZUM соответственно. За 2005 год по акциям "Ставропольэнерго" было зарегистрировано 4 сделки, по акциям "ЦУМа" – 8 сделок.

Преобразование концерна "Энергомера" в публичную компанию ещё только планируется. На начальном этапе руководство компании хочет вывести на организованный рынок облигации, а затем рассматривать вопрос о выпуске акций. Финансовые показатели и уровень корпоративного управления концерна располагают к тому, чтобы заслужить высокое доверие профессиональных инвесторов и стать привлекательным объектом для инвестиций.

Все три компании имеют рейтинговую оценку В+ по шкале консорциума "РИД — Эксперт РА", или 7 по шкале сводного рейтинга. Причем эта оценка была подтверждена в июле-ноябре 2005 года.

Среди предприятий Южного федерального округа более высокий рейтинг (В++) имеет только одна компания — ОАО "Южная телекоммуникационная компания", входящая в холдинг ОАО "Связьинвест", а рейтинговую оценку на уровне В+ получили ещё только две компании: ОАО "Астраханьэнерго" и ОАО "Дагэнерго", входящие в холдинг РАО "ЕЭС России".

Для расчета использовались данные бухгалтерской отчетности этих компаний за 3-й квартал 2005 года. Оценка рыночной стоимости проводилась на 1 февраля 2006 года.

Исходные данные для оценки рыночной стоимости

| | Концерн "Энергомера" | "Ставропольэнерго" | ТД ЦУМ |
|-------------------------------|-------------------------|--------------------|----------|
| Капитал и резервы | 558,78 | 3 947,44 | 1 172,82 |
| Долгосрочные обязательства | 304,66 | 35,968 | 687,746 |
| Чистая выручка | 1 001,88 | 2 354,84 | 1 883,34 |
| Прибыль/убыток от продаж | 105,40 | 74,3 | 50,391 |
| Стоимость чистых активов | 558,78 | 3 958,00 | 1 172,82 |
| Рейтинг КУ | 7 | 7 | 7 |
| Индекс РТС | 1339,57 | 1339,57 | 1339,57 |
| Кол-во акций, штук | 338338650 | 859074636 | 89657500 |

Таблица 3.1.9.

Результаты расчетов рыночной капитализации на 1.02.2006

| | Капитализация | | Цена за 1 акцию | |
|---------------------------|---------------|------------|-----------------|-------|
| | млн. руб. | млн. долл. | руб. | долл. |
| ОАО "Концерн "Энергомера" | 2044,24 | 72,67 | 6,04 | 0,21 |
| ОАО "Ставропольэнерго" | 4131,104 | 146,86 | 4,81 | 0,17 |
| ОАО "ТД ЦУМ" | 2775,46 | 98,67 | 30,96 | 1,10 |

Полученная оценка рыночной стоимости компаний отражает мнение автора об оптимальном размере цены за акцию исследуемых компаний с учетом их финансовых показателей, качества корпоративного управления в этих компаниях и общего состояния фондового рынка, выражаемого в индексе РТС.

Хотелось бы при этом отметить, что последние котировки на акции ОАО "ТД ЦУМ" близки к ценам, полученным расчетным путем. Так последние две зарегистрированные сделки по акциям с тиккером TZUM за 13 и 16 декабря 2005 проводились по цене 0,79 и 0,9 долл. за акцию.

Таким образом, мы можем сделать вывод, что разработанная методика позволяет получать довольно точные оценки рыночной стоимости компаний,

имеющих организационно-правовую форму открытого акционерного общества.

При этом можно выделить следующие варианты такой оценки:

- прогнозирование величины капитализации компаний, планирующих осуществить первичное размещение акций;
- расчет наиболее вероятных значений капитализации компаний имеющих рейтинг КУ, но не торгуемых (или торгуемых нерегулярно) на фондовом рынке;
- оценка рыночной стоимости компании, осуществляемая в рамках оценки стоимости бизнеса независимым оценщиком.

Использование моделей, полученных в ходе настоящего исследования для оценки рыночной стоимости компании, представляется весьма перспективным в рамках оценки рыночной стоимости компании, проводимой независимым оценщиком. При этом принципиально новым (в сравнении с традиционными методами оценки) является использование в моделях фактора, учитывающего качество корпоративного управления.

Очевидно, что в рассматриваемом случае независимому оценщику необходимо получить удовлетворяющую требованиям применяемой методики оценку рейтинга КУ. Необходимые данные могут быть получены в результате экстраполяции ранее присвоенных рейтингов КУ, расчета новых его значений (по заказу консорциумом "РИД — Эксперт РА" или самостоятельно), сравнения с аналогами (при их наличии).

3.2. Апробация модели в целях управления процессами формирования стоимости российских компаний (на примере ОАО "АФК Система")

Рост стоимости предприятия возможен только в случае эффективного управления процессами ее формирования. Механизм управления формированием стоимости предприятия, с нашей точки зрения, можно представить в виде последовательности действий по финансово-экономическому анализу с целью выявления ключевых факторов, оказывающих наибольшее влияние на величину стоимости, последующей разработки и реализации стратегии, имеющей целью максимизацию рыночной стоимости компании.

Определение ключевых стоимостных факторов, то есть тех параметров деятельности, которые фактически определяют стоимость бизнеса, является наиболее важным этапом реализации концепции управления стоимостью. Во-первых, их правильное определение помогает менеджерам понять, за счет каких факторов происходит создание стоимости. Во-вторых, ранжирование факторов по уровням позволяет установить приоритеты по направлениям обеспечения ресурсов. В-третьих, именно эти факторы стоимости помогают менеджерам высшего эшелона и персоналу бизнес-подразделений объединиться на основе общего понимания важнейших приоритетов фирмы.

В целях управления необходимо разработать такую систему факторов стоимости, в которой будет установлена их соподчиненность (ранжирование по уровням до самого детального уровня), определены ключевые показатели для каждого подразделения в отдельности и установлена ответственность конкретных работников за данные параметры. Детализация необходима для увязывания факторов стоимости с теми показателями, на основе которых непосредственно принимаются решения на функциональном и оперативном уровне. Как указывал Коупленд в [35, с.112], "общие факторы стоимости, такие как рост объема продаж, прибыль от основной деятельности, оборачиваемость

капитала, одинаково хорошо применимы почти ко всем деловым единицам, но им не хватает конкретности, и они приносят мало пользы на низовом уровне".

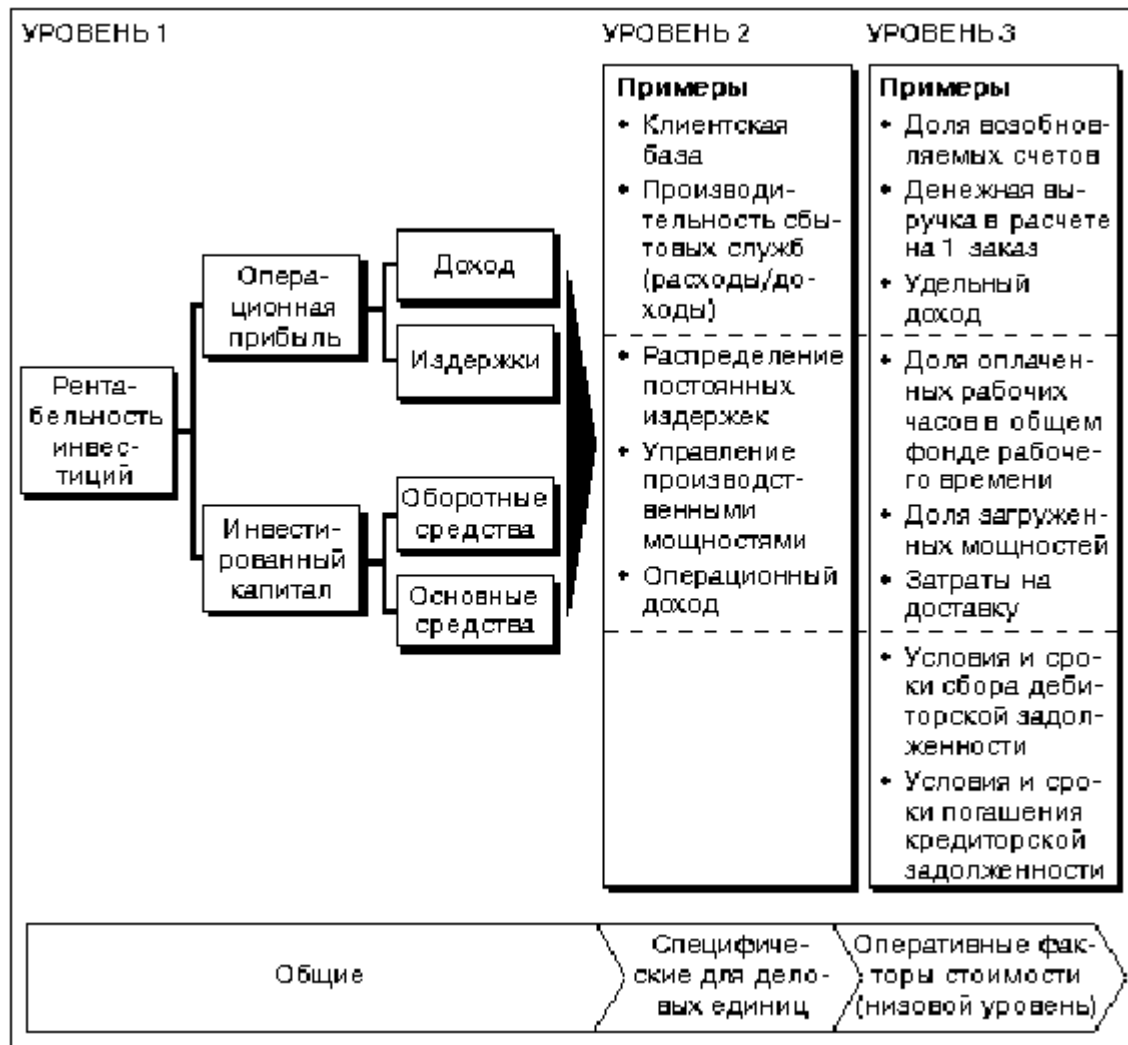


Рис. 3.1.1. Определение факторов стоимости на разных уровнях.

Источник: Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж. Стоимость компаний: оценка и управление, с.279

Рисунок 3.1.1. показывает как происходит анализ факторов стоимости на различных уровнях: на верхнем уровне – определение общих факторов стоимости; на уровне подразделений – специфических для данной деловой единицы и на низовых уровнях – выявление конкретных целевых показателей, на которые способны непосредственно влиять повседневные оперативные решения менеджеров низшего звена.

На каждом из указанных уровней процесс определения стоимостных факторов проходит две стадии — выявление факторов и установление

приоритетов⁹³. В данном параграфе будет показано, как разработанная модель может быть использована для определения ключевых факторов стоимости.

Для апробации разработанной модели в целях управления процессами формирования стоимости российских компаний будем использовать модель с учетом отраслевых особенностей влияния рейтингов корпоративного управления, так как именно эта модель показывает наименьшие отклонения расчетных значений от фактических.

В качестве объекта апробации разработанной модели в целях управления стоимостью принято ОАО АФК «Система». Выбор обусловлен следующими причинами:

1. наличие стратегии, нацеленной на максимальный рост прибавочной стоимости корпорации
2. финансово устойчивый и динамично развивающийся бизнес;
3. доступность имеющейся информации, информационная открытость;
4. успешная деятельность на рынке ценных бумаг (выпуски евро- и рублевых облигационных займов, IPO на Лондонской фондовой бирже);
5. активная реструктуризация и деятельность на рынке корпоративного контроля (слияния, поглощения) для оптимизации структуры активов с целью повышения прозрачности бизнеса и увеличения капитализации;
6. наличие стабильных кредитных рейтингов от трех международных агентств (Standart & Poor's «BB-», Fitch Rating «B+» и Moody's Investors Service «B1»), а также рейтинга корпоративного управления от консорциума РИД-"Эксперт РА" на уровне "А" по состоянию на 1.08.2006 г.

"АФК «Система» – крупнейшая в России и СНГ публичная диверсифицированная корпорация, владеющая и управляющая пакетами акций компаний, работающих в быстрорастущих сервисных секторах экономики. В настоящее время в портфеле АФК «Система» сосредоточены наиболее перспективные активы в таких отраслях как телекоммуникации (МТС, МГТС,

⁹³ Коупленд Т., Колер Т., Мурин Дж. Управление стоимостью компании// Вестник McKinsey, 2002, №1

"Комстар Объединенные Телесистемы"), высокие технологии (НИИМЭ и завод «Микрон», «Стром-Телеком», «Ситроникс», «Квазар-Микро»), страхование (РОСНО), недвижимость («Система-Галс»), банковский сектор (АКБ «МБРР»), розничная торговля («Детский Мир») и масс-медиа (Системы Масс-медиа)"⁹⁴.

В феврале 2005г. компания провела первичное размещение акций (19% от уставного капитала) на Лондонской фондовой бирже. За счет IPO компания выручила 1,56 млрд. долл. Акции "Системы" прошли листинг на Лондонской фондовой бирже, на фондовых биржах РТС и ММВБ. По сообщению пресслужбы АФК «Системы», чистая прибыль корпорации в 2005г. по US GAAP выросла на 30% по сравнению с данными за 2004 г. и составила 534,4 млн. долл. Консолидированная выручка за отчетный период увеличилась на 32,4% - до 7,59 млрд. долл. Показатель OIBDA вырос на 21,1% и составил 2,98 млрд. долл. Суммарные активы группы увеличились на 48,4% - до 13,09 млрд. долл. Анализ финансового состояния предприятия, проведенный за период 2000-2005 годы, позволил установить, что результаты деятельности предприятия имеют устойчивую тенденцию к росту.

Определение ключевых факторов будет проведено с использованием анализа чувствительности стоимости к изменению различных её составляющих.

Интегральный коэффициент множественной детерминации разработанного уравнения регрессии составляет 0,9643. Это значит, что вариация величины рыночной капитализации на 96,43% зависит от изменений исследуемых факторов, а на долю других факторов приходится лишь 3,57% вариации результативного показателя. Следовательно, в корреляционную модель удалось включить наиболее существенные факторы.

Для определения ключевых факторов стоимости просчитаем чувствительность стоимости к изменению факторов, входящих в уравнение: величины чистых активов, рентабельности продаж, коэффициента долгосрочного привлечения заемных средств и рейтинга корпоративного

⁹⁴ Цитировано по странице сайта компании <http://www.sistema.ru/section.html?s=108>

управления. Расчет эластичности по индексу РТС производится не будет, поскольку данный фактор не относится к числу управляемых решениями менеджмента компании.

Таблица 3.2.1

Чувствительность стоимости ОАО АФК «Система» к изменению величины чистых активов, рентабельности продаж, коэффициента долгосрочного привлечения заемных средств

| Изменение стоимости компании по сравнению с исходным уровнем, % | Изменение по сравнению с исходным уровнем, % | | |
|---|--|-----------------------|--|
| | Чистых активов | Рентабельности продаж | Коэффициента долгосрочного привлечения заемных средств |
| 1 | 1,25 | 0,73 | 4,95 |
| 5 | 6,25 | 3,58 | 24,2 |
| 10 | 12,6 | 7,0 | 47,25 |
| 20 | 25,48 | 13,38 | 90,44 |
| 30 | 38,63 | 19,26 | 230,1 |
| 50 | 65,66 | 29,76 | 301,1 |

Анализ полученных результатов позволяет констатировать, что стоимость ОАО АФК «Система» гораздо более чувствительна к изменению рентабельности продаж, чем к вариациям величины чистых активов и коэффициента долгосрочного привлечения заемных средств.

Таблица 3.2.2

Чувствительность стоимости ОАО АФК «Система» к изменению рейтинга корпоративного управления

| Изменение рейтинга корпоративного управления по сравнению с исходным уровнем (8 по сводной шкале) | Изменение стоимости предприятия по сравнению с исходным уровнем, % |
|---|--|
| -1 | -20,43 |
| +1 | 25,67 |
| +2 | 57,92 |
| +3 | 98,46 |

Чувствительность стоимости ОАО АФК «Система» к изменению рейтинга корпоративного управления оказалась весьма высокой. При снижении оценки

уровня КУ на единицу величина капитализации уменьшалась на 20,43% по сравнению с исходным уровнем, а при повышении РКУ на единицу – увеличивалась на 25,67%. Используя оценки влияния финансовых переменных, получим, что достичь аналогичного прироста рыночной стоимости можно путем увеличения чистых активов на 32,9%, или повышения рентабельности продаж на 16,8%, или коэффициента долгосрочного привлечения заемных средств более чем в 2 раза.

Сравнение данных из табл. 3.2.1 и 3.2.2 позволяет установить следующий рейтинг факторов стоимости ОАО АФК «Система» по мере снижения их вклада в изменение стоимости: рейтинг корпоративного управления, рентабельность продаж, величина чистых активов и коэффициент долгосрочного привлечения заемных средств.

Дальнейшее разложение факторов на факторы более низкого уровня и выделение из них тех, в отношении которых стоимость демонстрирует наибольшую чувствительность, позволит сформировать стоимостную систему факторов управления предприятием посредством планирования, учета и анализа взаимосвязанных конкретных экономических индикаторов на всех уровнях управления.

Таким образом, апробация модели управления стоимостью на примере ОАО АФК «Система» показала ее существенный потенциал в повышении эффективности управления компанией как за счет более качественного уровня самой системы управления, так и за счет появления возможности достижения поставленных целей.

В ходе апробации модели в целях управления было обнаружено свойство, позволяющее использовать разработанное уравнение регрессии для моделирования оценки рейтинга корпоративного управления. Суть его состоит в подборе такого значения RCG, при котором отклонение расчетного значения рыночной капитализации от фактического было бы минимальным. В предыдущем параграфе было убедительно доказана прогнозная сила

предлагаемой методики оценки рыночной стоимости компании, поэтому отклонения в пределах $\pm 25\%$ будем считать удовлетворительными.

Проведем расчет оценки уровня корпоративного управления на примере компании "НОВАТЭК".

ОАО НОВАТЭК – крупнейший в России независимый производитель природного газа и второй по добыче природного газа в России после ОАО "Газпром". Основанная в 1994 году, компания занимается разведкой, добычей и переработкой газа и жидких углеводородов. По состоянию на 31 декабря 2004 года, компания обладала доказанными запасами по классификации SEC в размере 4.1 млрд. баррелей нефтяного эквивалента, 93% этих запасов составлял природный газ. Участки добычи компании находятся в Ямало-Ненецком автономном округе, крупнейшем в мире регионе по производству газа, обеспечивающем около 90% добычи газа в России и одну пятую мировой добычи газа⁹⁵.

Компания никогда не проходила процедуру присвоения рейтинга корпоративного управления.

22 июня 2005 г. ОАО "НОВАТЭК" разместило на Лондонской фондовой бирже 17,3% уставного капитала в виде глобальных депозитарных расписок (GDR) и обыкновенных акций компании по цене 16,75 долл. за одну GDR и 1675 долл. за одну акцию, при этом спрос существенно превысил предложение. Капитализация по результатам IPO достигла 5086,7052 млн... долл.

Для расчета капитализации на момент IPO использовались фиксированные данные, рассчитанные по бухгалтерской отчетности ОАО "НОВАТЭК" за 1 квартал 2005 года, а также индекс РТС, который 22 июня 2005 г. равнялся 695,94 пункта.

Таблица 3.2.1.

Моделирование оценки рыночной стоимости ОАО "НОВАТЭК" при различных значениях рейтинга КУ

⁹⁵ Процитировано по странице сайта компании www.novatek.ru

| Значения RCG | Расчетное значение капитализации, \$млн... | Цена за 1 акцию, \$ | Отклонение от факта, % |
|--------------|--|---------------------|------------------------|
| 1 | 1239,781 | 408,3189 | -75,62703279 |
| 2 | 1554,587 | 511,9994 | -69,43823808 |
| 3 | 1949,328 | 642,0065 | -61,67798186 |
| 4 | 2444,302 | 805,025 | -51,94723793 |
| 5 | 3064,961 | 1009,437 | -39,74565915 |
| 6 | 3843,217 | 1265,754 | -24,44585005 |
| 7 | 4819,088 | 1587,155 | -5,261106595 |
| 8 | 6042,753 | 1990,166 | 18,79503547 |
| 9 | 7577,132 | 2495,51 | 48,95952386 |
| 10 | 9501,121 | 3129,171 | 86,78339259 |
| 11 | 11913,65 | 3923,731 | 134,2115149 |

Данные таблицы 3.2.1. свидетельствуют, что наименьшие отклонения расчетной капитализации от фактической наблюдаются при значениях сводного рейтинга 7 и 8, что соответствует оценке *B+* и *B++* по шкале консорциума "РИД — Эксперт РА".

Наилучшим подтверждением проведенных расчетов и сделанных выводов стало два события. Во-первых, 10 марта 2006 года Российский институт директоров присвоил ОАО "НОВАТЭК" рейтинг корпоративного управления на уровне *B+*. Во-вторых, при подведении итогов конкурса "Российские лидеры в сфере корпоративного управления: 2005", который ежегодно проводится ассоциацией по защите прав инвесторов⁹⁶ (АПИ), компания "НОВАТЭК" вышла в финал в трех номинациях конкурса, включая главную номинацию "Компания с лучшим корпоративным управлением", а в номинации "Компания с наибольшим прогрессом в развитии корпоративного управления" заняла первое место.

Приведенный пример доказывает, что предлагаемая методика может быть использована для экспресс-оценки уровня корпоративного управления в

⁹⁶ АПИ является некоммерческой организацией, созданной в апреле 2000 года на базе Координационного Центра по защите прав инвесторов с целью объединить усилия инвесторов по защите их прав и улучшению корпоративного управления в России. Среди членов Ассоциации – российские и иностранные инвесторы с существенным размером вложений и значительным опытом работы на российском рынке. АПИ объединяет около 30 ведущих российских и иностранных инвестиционных компаний и банков с общим объемом инвестиций свыше 20 млрд. долларов США

компании, при этом используются общедоступные финансовые и макроэкономические данные.

Подобные расчеты были проведены для компаний "Открытые инвестиции", "Северсталь-авто" и "Седьмой континент", которые проводили первичные размещения своих акций в 2004-2005 гг.

Таблица 3.2.2.

Результаты расчетов значений рейтингов КУ

| Компания-эмитент | Капитализация по IPO, млн. руб. | Расчетное значение, млн. руб. | Отклонение от факта, % | Значения RCG |
|---------------------|---------------------------------|-------------------------------|------------------------|--------------|
| Открытые инвестиции | 5047,40 | 5091,07-6105,14 | 0,87-20,95 | 5-6 |
| Северсталь-авто | 12467,41 | 10826,06-13703,16 | (-13,17) - 9,91 | 6-7 |
| Седьмой континент | 17802,57 | 19421,61-21899,89 | 9,09-23,02 | 6-7 |

Согласно расчетам (см. табл. 3.2.2) компания "Открытые инвестиции" на момент размещения имела оценку корпоративного управления на уровне 5 - 6, что по шкале Национального рейтинга соответствует классу С++ и В соответственно. ОАО "Северсталь-авто" и ОАО "Седьмой континент" получили прогнозную оценку на уровне 6-7 (В-В+). Такой уровень КУ характерен для большинства российских компаний, прошедших процедуру присвоения рейтинга консорциума "Эксперт РА-РИД". В описании методики национального рейтинга корпоративного управления «РИД – Эксперт РА» говорится: "Совокупные риски корпоративного управления компаний рейтингового класса В приемлемы для краткосрочно ориентированных инвесторов. Инвестирование ресурсов в активы компаний класса В++ предоставляет этим инвесторам оптимальное соотношение «доходность – риск». На этом уровне практики корпоративного управления формируется оптимальное соотношение между рисками корпоративного управления,

которые инвесторы принимают на себя, и премией, которую могут получить от них компании-эмитенты"⁹⁷.

Анализ информации, опубликованной на официальных сайтах этих компаний, и публикаций в прессе показал, что в течение года эти организации провели работу по повышению качества своих систем корпоративного управления, что не замедлило в дальнейшем сказаться на повышении котировок их акций.

В марте 2006 года компаниям "Открытые инвестиции" и "Северсталь-авто" был впервые присвоен рейтинг корпоративного управления консорциумом «Эксперт-РИД» на уровне В+. Данный факт является подтверждением действенности разработанной методики экспресс-оценки уровня КУ.

Проведенные расчеты ещё раз доказали, что предлагаемая методика может применяться в качестве вспомогательного инструмента для оценки уровня системы корпоративного управления в компаниях. Расчетный метод позволит эксперту "в грубую" оценить качество КУ, что может значительно сократить как стоимость такой экспертизы, так и длительность её проведения. Выявленное ограничение на применение данной методики – коэффициент P/BV , значения которого превышают 5-6.

Результаты эмпирического исследования убедительно доказывают, что качество корпоративного управления уже стало фактором, положительно влияющим на рыночную стоимость компаний. Анализ коэффициентов рассчитанных регрессий показал, что существует устойчивая тенденция: чем выше качество корпоративного управления, тем весомее становится прибавка к капитализации.

Создание системы корпоративного управления в полной мере отвечающей стандартам наилучшей практики требует немалых затрат времени, сил и денежных средств. Как показывает анализ практики корпоративного управления нефтяных компаний, которые являются зачинателями процесса

⁹⁷ Информация о Национальном рейтинге корпоративного управления, <http://www.rid.ru/page.php?id=4735&PHPSESSID=e87b28a532fae974eabfda3f7e28f6c0>

продвижения принципов КУ в деловую практику, переход к новому уровню корпоративного управления включает в себя следующие шаги⁹⁸:

- консолидация собственности в материнской компании;
- раскрытие основных бенефициарных собственников;
- воздержание от вывода активов;
- переход на отчетность по стандартам МСФО или ГААП;
- принятие кодекса или декларации корпоративного управления;
- избрание нескольких известных представителей зарубежного делового сообщества в состав совета в качестве независимых директоров;
- создание (или объявление о создании) 2-3 комитетов в составе совета директоров (прежде всего, таких как комитет по аудиту, комитет по вознаграждениям и назначениям);
- выплата существенных дивидендов;
- выпуск АДР или объявление о его подготовке;
- увеличение количества акций, свободно обращающихся на рынке;
- получение рейтинга КУ от одного из известных рейтинговых агентств.

Реализацию такого комплекса мер для крупных и средних компаний можно начинать поэтапно. Исследование практики корпоративного управления⁹⁹, проведенное Комитетом РСПП по КУ, показало, что наиболее эффективными мерами совершенствования КУ в 2004 году считались:

1. Разделение функций менеджмента и собственника – 3,7 из 5 возможных баллов. Хотя в 2003/2004 гг. эта мера не являлась приоритетной для большинства компаний, однако, компании, где эти функции разведены, указали на высокую эффективность такой организации.

2. Повышение прозрачности структуры собственности – 3,64 баллов из 5-ти. 48% компаний приняли меры по раскрытию структуры собственников. Эти компании убедились, что инвесторы высоко оценивают прозрачную структуру

⁹⁸ См. Беликов И. Хорошее корпоративное управление: кто заплатит премию?//РЦБ, 2004, №5

⁹⁹ Исследование Комитета по корпоративному управлению РСПП "Состояние корпоративного управления в России: самооценка и факты. 2004 VS. 2003", М. 2004 <http://www.rspp.biz/articles?fid=134&aid=1234>

собственности, и указали на большую эффективность шагов, принимаемых в этом направлении.

3. Повышение информационной открытости – 3,55 баллов из 5-ти. 57% компаний отметили, что повышение уровня информационной открытости – одна из наиболее эффективных мер по повышению инвестиционной привлекательности компании. При этом в понятие “информационной прозрачности” в ходе опроса, включались и меры по развитию политики общества в области отношений с акционерами, такие как создание специальных отделов, отвечающих на запросы акционеров, организация регулярных встреч с инвесторами и т.д.

4. Утверждение дивидендной политики – 3,53 баллов. Подавляющее большинство респондентов были согласны с тем, что утверждение справедливой дивидендной политики является одной из наиболее эффективных мер по улучшению корпоративного управления.

5. Составление финансовой отчетности в соответствии с международными стандартами – 3,5 баллов.

Согласно ответам респондентов, топ-менеджеров 200 крупных российских компаний, наиболее четко полезный эффект от принятых мер компании ощутили в виде возросшего уровня репутации, эффективности управления в компании, а также в виде повышения инвестиционной привлекательности (роста цены акций). Кроме того, во многих случаях принятые меры способствовали разрешению и предотвращению ряда корпоративных конфликтов.

В то же время существуют исследования, в ходе которых не обнаружена взаимосвязь между уровнем корпоративного управления и финансовыми показателями компании. Так, исследование, проведенное Economist Intelligence Unit¹⁰⁰ летом 2003 г. среди 310 исполнительных руководителей компаний, представлявших все регионы мира, показало, что высший менеджмент уделяет

¹⁰⁰ "Economist Intelligence Unit" – ведущий производитель баз данных разноплановых бизнес-показателей для более чем 180 государств. Компания аффилирована с журналом "Economist" и 55 лет занимается анализом и прогнозом политического, экономического и делового климата в странах и регионах

значительно больше внимания вопросам корпоративного управления, чем это было несколько лет назад. В то же время, по мнению 90% респондентов, внедрение требований законодательства и апробация лучшего опыта в области корпоративного управления не привели ни к росту доходов, ни к снижению расходов их компаний. По мнению А. Сониной, президента российского Института внутренних аудиторов, "это может свидетельствовать как о том, что эффект от внедрения принципов корпоративного управления проявляется в долгосрочной перспективе, так и о том, что "хорошее" корпоративное управление не является определяющим фактором эффективности деятельности компании, если под эффективностью понимать финансовые результаты бизнеса".¹⁰¹ На взгляд автора верен как тот, так и другой вывод.

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

Качественное корпоративное управление является инструментом, который позволяет создать оптимальную среду для успешного развития компании, то есть создает потенциальную возможность для такого развития. Насколько компания сможет реализовать этот потенциал, зависит как от самой компании, так и от инвесторов, которых она собирается привлечь.

Компании, рассчитывающие привлечь акционерный капитал, в первую очередь ориентируются на традиционных портфельных и стратегических инвесторов. Однако основу российского инвестиционного фона пока, к сожалению, составляют спекулятивные портфельные инвесторы. Такие инвесторы ориентируются на вложения в сильно недооцененные активы с высоким потенциалом роста в краткосрочной перспективе. Временной горизонт их инвестирования обычно весьма короткий – от нескольких дней до

¹⁰¹ Сонин А. Корпоративное управление: мифы и реальность// Управление компанией, 2005, № 12

нескольких недель, реже – месяцев. Данная категория инвесторов ориентирована на высокую доходность за счет значительного роста цены акций и готова принимать высокие риски: чем выше риск – тем выше доходность. Однако, устанавливая предел соотношения риск-доходность, эти инвесторы тоже не хотят рисковать сверх меры и поэтому выступают за улучшение системы корпоративного управления в компаниях, акции которых они приобретают, осуществляют мониторинг и оценку рисков корпоративного управления в компаниях-эмитентах. Разумеется, по сравнению с чрезвычайно развернутыми рекомендациями "передовой практики", настойчиво предлагаемыми консервативными зарубежными портфельными инвесторами, этот набор критериев достаточно ограничен и сконцентрирован, прежде всего, на практике работы советов директоров и степени информационной прозрачности компаний-эмитентов. Однако даже такой узкий набор требований сумел вывести ряд крупнейших российских компаний, так называемые "голубые фишки", на новый уровень корпоративного управления.

Стратегические инвесторы во многих случаях не рассматривают уровень корпоративного управления в ряду факторов, определяющих инвестиционные решения. Для этого типа инвесторов при принятии инвестиционных решений немаловажное значение имеют так называемые страновые факторы (политическая стабильность, развитие экономики, перспективы экономического роста, уровень бюрократизации и коррупции и др.) и институциональные факторы (степень развития фондового рынка, понятность и стабильность налоговой системы, эффективность системы судопроизводства и правоприменения и т.д.).

Действительно значимым фактором при принятии инвестиционных решений корпоративное управление стало для традиционных портфельных инвесторов, прежде всего институциональных. Их доля на развитых рынках капитала уже достигла 50% и имеет тенденцию к росту, поэтому необходимо учитывать стоимость этого капитала и его влияние на фондовые рынки.

Присвоение России кредитного рейтинга инвестиционного уровня всеми тремя международными рейтинговыми агентствами Moody's, Fitch и Standard&Poor's, дает надежду на то, что такая категория инвесторов появится на российском рынке. Теоретически это означает открытие возможности для самых богатых и уважаемых фондов мира вкладываться в отечественный рынок, что даст дополнительный импульс развитию, как фондового рынка, так и всей экономики в целом. Кроме того, отечественные компании (как и сама Россия) смогут делать займы за рубежом на более выгодных условиях.

В ходе исследования РСПП была проверена гипотеза о том, что совершенствование корпоративного управления актуально лишь для компаний, привлекающих или планирующих привлечь средства на фондовом рынке. Оказалось, что менее 50% опрошенных компаний привлекают или планируют привлечь инвестиции на фондовом рынке в ближайшие 18 месяцев. В то же время планируют принимать меры по улучшению корпоративного управления и имеют четкую программу действий в этом направлении 82% компаний.

Весьма показательно, что корпоративное управление становится фактором развития даже тех компаний, которые развиваются за счет прибыли и не нуждаются во внешнем финансировании. Такие самодостаточные компании смогут более эффективно развиваться, если оптимизируют структуру своих пассивов, то есть будут привлекать заемный капитал, используя финансовый рычаг посредством различных финансовых инструментов. Поэтому для уменьшения стоимости заемного капитала им будет полезно улучшить внутреннюю систему управления. Это будет способствовать повышению их прозрачности для кредиторов, а значит, увеличению получаемого ими кредитного рейтинга. Однако масштабы и глубина такой работы, несомненно, будут меньше, чем в тех компаниях, которые развиваются по модели публичных корпораций. Некоторые рекомендации по улучшению корпоративного управления могут быть использованы частными компаниями в рамках совершенствования внутренней системы менеджмента.

По результатам всего проведенного исследования можно прийти к выводу, что качественное корпоративное управление является необходимым, но недостаточным для успеха фактором. Это означает, что успешность развития компании определяется как качеством корпоративного управления, обеспечивающего защиту всех заинтересованных сторон от разного рода потерь, так и качеством управления развитием бизнеса, которое обеспечивает преумножение вложенных средств и рост стоимости компании. Другими словами, низкий качественный уровень корпоративного управления может привести к краху компании и серьезным потерям для заинтересованных сторон, однако его рост сам по себе, без улучшения других характеристик деятельности компании не может обеспечить её успех.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В результате диссертационного исследования были сделаны следующие **выводы**:

1. Оценка стоимости является важным инструментом финансового управления бизнесом в рамках концепции управления предприятием на основе рыночной стоимости компании. Основным критерием успешности управленческой деятельности на разных ее уровнях рассматривается максимизация рыночной стоимости предприятия или его отдельных подразделений. Управление с указанных позиций требует анализа существующих и разработки новых методов оценки стоимости предприятия (бизнеса) с целью планирования и постановки управленческих задач для ее максимизации.
2. Стоимость компании является наиболее объективным из всех критериев оценки эффективности решений по управлению бизнесом (особенно стратегических), наиболее полно учитывающим интересы заинтересованных сторон.
3. Применение принципов управления стоимостью компании в российских компаниях оправдано по следующим причинам:
 - Прежде всего, зарубежная и отечественная практика показала, что менеджмент, нацеленный на увеличение акционерной стоимости, является одной из наиболее совершенных систем управления эффективностью бизнеса;
 - Определение ключевых показателей эффективности позволяет идентифицировать источники уменьшения и роста добавленной стоимости, так как результатам каждого бизнес-процесса соответствует определенный набор количественных показателей, учитываемых при расчете общей стоимости компании;

- Подбор ключевых показателей эффективности, индивидуальных для каждого подразделения и компании в целом, позволяют создать гибкую систему управления, в наибольшей степени соответствующую условиям конкретной компании и органично встроить ее в общую модель управления организацией;
 - Постоянный мониторинг состояния внутренних и внешних факторов, проводимый в рамках управления стоимостью компаний, позволяет менеджменту своевременно идентифицировать свои сильные и слабые стороны по отношению к конкурентам и соответственно вносить корректировки в план мероприятий по увеличению создаваемой стоимости;
4. В рамках рассматриваемой концепции четко прослеживается связь между критериями оценки эффективности бизнеса и системой мотивации и контроля персонала при четком определении целей и приоритетов компании, ясном и однозначном разделении полномочий и ответственности.
 5. Повышение стоимости компании – это та стратегическая цель, для достижения которой становится возможным согласование интересов различных участников корпоративных отношений, а это основная задача корпоративного управления.
 6. Основными факторами, влияющими на стоимость компании, являются затраты на собственный и заемный капитал и доходы, генерируемые инвестированным капиталом. Подбор системы ключевых показателей, наиболее полно оценивающих влияние этих факторов для каждой конкретной компании, позволит принимать наиболее эффективные управленческие решения.
 7. Для целей управления стоимостью компании необходима разработка и комплексного метода оценки, который мог бы учитывать разнообразные факторы стоимости еще в процессе расчетов и сочтат

бы преимущества каждого из классических подходов к оценке. На наш взгляд сочетание метода чистых активов (определяющего базовую стоимость компании как имущественного комплекса) в комбинации с методами на базе показателей экономической прибыли позволит получить оценку стоимости, в наибольшей степени учитывающий все факторы создания стоимости: размер чистых активов, доходность (собственного капитала, инвестиций, совокупных активов), возможные риски и влияние фондового рынка. Сравнительный анализ результатов, полученных с помощью различных методов оценки, позволяет обосновать принятие стратегических решений, таких как определение направлений инвестирования, выбор вариантов распоряжения собственностью (продажа, ликвидация, реорганизация), смена продуктового ряда, а также оперативных решений, связанных с мотивацией персонала и мероприятиями по увеличению прибыли.

8. Научная новизна диссертационного исследования состоит в разработке автором комплексного подхода к оценке влияния качества корпоративного управления на рыночную стоимость компаний. Благодаря этому были получены следующие результаты:

- разработан принципиально новый подход к оценке рыночной стоимости, учитывающий инвестиционную привлекательность компании. Предлагаемая автором модель:

$$LN_MC = C(1)*LN_PA + C(2)*PROFIT + C(3)* FIXL_OWN + +C(4)*RCG + C(5)*LN_RTS + C(6)$$

Где LN_MC – логарифм рыночной стоимости компании;

LN_PA – логарифм величины чистых активов;

PROFIT – рентабельность продаж;

FIXL_OWN – коэффициент долгосрочного привлечения заемных средств;

RCG – рейтинг корпоративного управления;

LN_RTS – логарифм индекса РТС.

Указанная оригинальная методика оценки влияния основных финансовых показателей, индекса РТС и корпоративного управления на формирование рыночной стоимости компаний позволила рассчитать многофакторные модели, имеющие высокую степень достоверности результатов (коэффициент детерминации 0,95-0,98).

- Доказана однородность рейтинговых оценок качества корпоративного управления, присваиваемых Институтом корпоративного права и управления и агентством «Эксперт РА» совместно с Российским институтом директоров (РИД). Оригинальная методика перехода от значений CORE-рейтинга и рейтинга "Эксперт-РИД" к значениям сводного рейтинга позволила получить существенно более представительную выборку наблюдений по большему количеству компаний и за более длительный период времени, что дало возможность исследовать влияние качества корпоративного управления и других факторов на формирование рыночной стоимости компаний в отраслевом и временном разрезе.
- Доказано, что корпоративное управление действительно является фактором, положительно влияющим на формирование рыночной стоимости. В период 2001-2005 гг. российские компании, повышая свой рейтинг корпоративного управления на единицу, могли рассчитывать в среднем на повышение рыночной цены на 14,5%.
- Влияние корпоративного управления, как фактора формирования стоимости компании, в течение 2001-2004 гг. растет. Подтверждением данного вывода служит расчет модели, учитывающей изменение влияния РКУ на капитализацию с течением времени. В 2005 году влияние этого фактора снижается за счет резкого усиления фактора макроэкономической конъюнктуры.
- Существуют отраслевые особенности в формировании рыночной стоимости компаний.

Регрессионный анализ модели с отраслевыми эффектами подтвердил сырьевую направленность российской экономики. По сравнению с нефтегазовой отраслью предприятия других отраслей капитализируются с отрицательным коэффициентом. Несмотря на постепенное снижение веса нефтегазовой отрасли в суммарной капитализации российского рынка эта доля по-прежнему велика – в 2005 году она составила 58,6%. С наименьшими "потерями" по сравнению с нефтяниками капитализируются телекоммуникационные и пищевые корпорации, больше всех отстают компании электроэнергетики.

Выявлено, что корпоративное управление оказывает существенное влияние на капитализацию нефтегазовых, металлургических, пищевых и телекоммуникационных компаний, где значительно присутствует иностранных инвесторов. Отрасли, для которых влияние этого фактора низкое – электроэнергетика и торговля. Наиболее существенное влияние качества корпоративного управления на капитализацию выявлено в компаниях нефтегазового сектора. Повышение рейтинга на один пункт может дать прирост рыночной стоимости в $e^{0,5162}$ или в 1,67 раза. Это объясняется тем, что нефтегазовые компании являются экспортоориентированными и наиболее привлекательными для иностранных инвесторов, которые предъявляют жесткие требования к уровню корпоративного управления.

Небольшая величина свободного члена в регрессиях и высокий уровень аппроксимации рассчитанных моделей свидетельствует о незначительной роли факторов, неучтенных при разработке модели, но имеющих влияние на рыночную стоимость компаний.

- Доказано, что высокое качество корпоративного управления положительно влияет на рыночную стоимость всех компаний, хотя, безусловно, его влияние более значимо и существенно в первую очередь у так называемых "голубых фишек".

9. Доказано на примерах, что предлагаемая модель оценки рыночной стоимости компании может быть использована для расчета прогнозных оценок капитализации предприятий в среднесрочном периоде (6 месяцев – 1 год).
10. Интерпретация результатов моделирования, описанных выше, позволяет использовать факторы, учитываемые в разработанном уравнении, в качестве инструмента управления рыночной стоимостью компании.
11. Разработана методика оперативной количественной оценки уровня корпоративного управления в компании, базирующаяся на общедоступных финансовых и макроэкономических данных. Тестирование методики на примере российских компаний подтвердило высокую надежность полученных прогнозов.
12. Теоретическая значимость работы заключается в обосновании необходимости повышения качества корпоративного управления как фактора способствующего увеличению рыночной стоимости компаний, эффективности принимаемых управленческих решений, а также установлению баланса интересов всех заинтересованных сторон. Теоретические выводы диссертации могут быть использованы в дальнейшей исследовательской деятельности по данной тематике, а также в учебном процессе для студентов экономических специальностей при подготовке учебно-методических пособий и чтении курсов «Корпоративное управление», «Инвестиции», «Оценка бизнеса».
13. Практическая значимость заключается в возможности использования полученных результатов:
 - государственными органами, при разработке направлений развития корпоративного законодательства;
 - различными категориями собственников и менеджеров для принятия решений в области стратегического управления компаниями;

- оценочными и инвестиционными компаниями в качестве дополнительного инструмента к традиционным подходам к оценке рыночной стоимости компаний;
- рейтинговыми агентствами при проведении процедур присвоения рейтингов в качестве экспресс-метода оценки качества корпоративного управления.

Список литературы

1. Кодекс об административных нарушениях от 30.12.2001 № 195-ФЗ // Собрание законодательства РФ. – 2002. - № 1 (ч.1). - ст. 1
2. Об акционерных обществах: Федеральный закон от 26.12.1995 №208-ФЗ // Собрание законодательства Российской Федерации. – 2004. - № 11. - ст. 913
3. О несостоятельности (банкротстве): Федеральный закон от 26.10.2002 №127-ФЗ // Собрание законодательства РФ. – 2002. - № 43. - ст. 4190
4. Об оценочной деятельности: Федеральный закон от 29.07.1998 г. №135-ФЗ // Собрание законодательства РФ. – 1998. - № 31. – ст. 3813
5. О рынке ценных бумаг: Федеральный закон от 22.04.1996 №39-ФЗ // Собрание законодательства РФ. – 2002. - № 52 (2 ч.). – ст. 5141
6. Об утверждении стандартов оценки: Постановление Правительства Российской Федерации от 6.07.2001 г. № 519 // Собрание законодательства РФ. – 2001. - № 29. - ст. 3026
7. Об утверждении положения о дополнительных требованиях к порядку созыва и проведения общего собрания акционеров: Постановление ФКЦБ от 31 мая 2002г. №17/пс. // Бюллетень нормативных актов федеральных органов исполнительной власти. – 2002. - № 31
8. О методических рекомендациях по составу и форме предоставления сведений о соблюдении кодекса корпоративного поведения в годовых отчетах акционерных обществ: Постановление ФКЦБ от 30 апреля 2003г. №03-049/р.// Вестник ФКЦБ России. – 2003. - № 5
9. Об утверждении порядка оценки стоимости чистых активов: Приказ Минфина России и ФКЦБ № 10н/03-6/пз от 29 января 2003 г. // Российская газета. – 2003. - № 51
10. Об утверждении положения о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг: Приказ ФСФР от 15.12.2004 № 04-1245 пз-н //

Бюллетень нормативных актов федеральных органов исполнительной власти. – 2005. - № 3

11. Об утверждении положения о раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг: Приказ ФСФР от 16.03.2005 № 05-5/пз-н // Бюллетень нормативных актов федеральных органов исполнительной власти. -2005. - № 18
12. О рекомендации к применению кодекса корпоративного поведения: Распоряжение ФКЦБ от 4 апреля 2002 г. №421/р // Вестник ФКЦБ России. – 2002. - № 4
13. Об утверждении методических рекомендаций по осуществлению организаторами торговли на рынке ценных бумаг контроля за соблюдением акционерными обществами положений Кодекса корпоративного поведения: Распоряжение ФКЦБ от 18 июня 2003 года №03-1169/р. // Вестник ФКЦБ России. – 2003. - № 9
14. Анализ процессов приватизации государственной собственности в Российской Федерации за период 1993-2003 годы (экспертно-аналитическое мероприятие) / Руководитель рабочей группы – Председатель Счетной палаты Российской Федерации С.В. Степашин. – М.: Издательство “Олита”, 2004.
15. Аоки М., Ким Х.-К. Корпоративное управление в переходных экономиках: Пер. с англ. - С-Пб.: Лениздат. 1997. – 558 с.
16. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов: Пер. с англ. - М.: Олимп-Бизнес, 2004 г. - 1008 с.
17. Боумен К. Основы стратегического менеджмента: Пер. с англ. /Под ред. Л. Г. Зайцева, М.И. Соколовой. - М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 1997
18. Анализ и прогноз развития финансовых рынков в России: Доклад подготовленный в рамках проекта ТАСИС «Содействие Министерству экономического развития и торговли Российской Федерации» / Григорьев Л., Гурвич Е., Саватюгин А. и др. - М., 2003

19. Гуриев С., Лазарева О., Рачинский А., Цухло С. Спрос на современные стандарты корпоративного управления в частном секторе [Электронный ресурс]. - М., РЭШ. 2002 // <http://www.nes.ru/russian/research/corpgov/Guriev-Monf-CorpGov.pdf>
20. Гуриев С., Лазарева О., Рачинский А., Цухло С.. Корпоративное управление в российской промышленности. [Электронный ресурс]. - М.: ЦЭФИР, 2005. // <http://www.cefir.ru>
21. Гуриев С., Лазарева О., Рачинский А., Цухло С. Спрос на современные стандарты корпоративного управления в частном секторе России.. - М.: Российская экономическая школа, 2003 // <http://www.cefir.ru>
22. Гуриев С., Манаенков Д., Цухло С.. Бартер и корпоративное управление в России [Электронный ресурс]. - М.: ЦЭФИР, 2003. // <http://www.cefir.ru>
23. Гуриев С., Рачинский А. Концентрация собственности в российской промышленности [Электронный ресурс]. - М.: ЦЭФИР, 2004. // <http://www.cefir.ru>
24. Долгопятова Т.Г. Становление корпоративного сектора и эволюция акционерной собственности: Препринт WP1/2003/03 – М.: ГУ ВШЭ, 2003. – 44с.
25. Есипов В. Е., Маховикова Г. А., Терехова В. В. Оценка бизнеса. 2-е изд. – СПб.: Питер, 2006, - 464 с.: ил. – (Серия "Учебное пособие")
26. Инновационный менеджмент. Учебник для вузов 2 е изд. перераб. и доп. гриф. / Ильенкова С Д., Гохберг Л.М., Суринов А.Е. и др. - М.: Юнити, 2004. – 343 с.
27. Корпоративное управление в России: оценка компаний: Исследование Комитета по корпоративному управлению Российского союза промышленников и предпринимателей [Электронный ресурс]. - М., 2003 // www.cgc-rspp.ru/files/issledov_1.pdf

28. Состояние корпоративного управления в России: самооценка и факты. 2004 VS. 2003: Исследование Комитета по корпоративному управлению РСПП [Электронный ресурс]. - М., 2004// <http://www.rspp.biz/articles?fid=134&aid=1234>
29. Итоги развития корпоративного управления в России: Материалы к обсуждению на заседании коллегии Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг 26.12.2003 [Электронный ресурс]. // <http://www.duma.gov.ru/sobstven/analysis/corporation/2604russia0.htm>
30. Капелюшников Р. И. Новая институциональная теория [Электронный ресурс]. – 1998. // <http://www.libertarium.ru/libertarium/10625>
31. Капелюшников Р. И. Экономическая теория прав собственности (методология, основные понятия, круг проблем [Электронный ресурс]. – М.: ИМЭМО, 1990 // http://www.libertarium.ru/libertarium/1_libprorty_titul
32. Классика экономической мысли [Электронный ресурс]. - М.: Эксмо-Пресс, 2000. - 896 с., с. 77-402 // <http://ek-lit.agava.ru/smitsod.htm>
33. Конкуренция на рынках небанковских финансовых услуг / С. Б. Авдашева, Ю. А. Данилов, Р. А. Кокорев и др.; Бюро экономического анализа. - М.: ТЕИС, 2002. - 351 с.
34. Корельский, В. Ф. , Гаврилов, Р. В. Биржевой словарь. В 2-х т.: Около 8 000 терминов с эквивалентами на иностр. языках / РАН, Отд-ние экономики и социологии. - М.: Международные отношения. - 2000.
35. Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж. Стоимость компаний: оценка и управление./ Пер. с англ. - М.: ЗАО «Олимп—Бизнес», 2005. - Объем: 576 с.: Издание третье, перераб. и доп.
36. Лазарева О. Изменение границ российских предприятий. — Москва: ЕЕРС, 2004. — 44 с.
37. Сравнительный анализ экономических результатов работы российских предприятий различных форм собственности: исследование. – М., С-

Пб., Международный центр социально-экономических исследований «Леонтьевский центр». - 1996

38. Молчанов И.Н., Герасимова И.А. Компьютерный практикум по начальному курсу эконометрики (реализация на Eviews): Практикум / Ростовский государственный экономический университет. – Ростов-н/Д. - 2001. – 58 с.
39. Нестор Ст., Джебзвер Ф.. Принципы корпоративного управления ОЭСР в области прав и равноправия акционеров: их актуальность для Российской Федерации. – Круглый стол по вопросам корпоративного управления для России. ОЭСР, Всемирный банк. Москва, 24-25 февраля 2000
40. Никонова И.А. Стоимость компании: Сб. науч. ст. кафедры "Экономики инвестиций" Московского авиационного института / под научной редакцией Трошина А.Н.. – М.: Изд-во "Доброе слово", 2002. - стр. 93-103.
41. Носко В.П. Эконометрика для начинающих. Основные понятия, элементарные методы, границы применимости, интерпретация результатов. – М.: ИЭПП, 2000. – 254 с.
42. Основы анализа и оценки бизнеса. Учебные материалы, подготовленные Робертом Лингом (компания Deloitte&Touche). – М.: Перспектива, 1995.;
43. Структура и организация деятельности советов директоров российских ОАО: Отчет по корпоративному управлению. / ФКЦБ, Институт фондового рынка и управления и Проект Тасис ИНВАС, 2001
44. Предприятия России: Корпоративное управление и рыночные сделки. - М.: ГУ–ВШЭ, 2002.
45. Радыгин А. Д., Энтов Р. М.. Корпоративное управление и защита прав собственности: эмпирический анализ и актуальные направления

реформ: Научные труды Института экономики переходного периода. – М.:ИЭПП, 2001. - № 36.

- 46.Радыгин А., Архипов С. Тенденции в структуре собственности, интенсивность корпоративных конфликтов и финансовое состояние предприятий: эмпирический анализ и проблемы государственного регулирования / РЕЦЕП. – М., 2001.
- 47.Радыгин А.Д., Энтов Р.М. Институциональные проблемы развития корпоративного сектора: собственность, контроль, рынок ценных бумаг. – М.: ИЭПП, 1999. – Серия «Научные труды» № 12
- 48.Райзберг Б.А., Лозовский Л.Ш. Экономика и управление: Современный экономический словарь. – М.: МПСИ, 2005. – 488 с.
- 49.Рачинский А. Корпоративное управление и рыночная стоимость российских компаний. – М.: ЦЭФИР, 2003
- 50.Российская промышленность: институциональное развитие / Под ред. Т. Долгопятовой. – М.: ГУ ВШЭ, 2002.
- 51.Российский статистический ежегодник. 2003: Стат. сб. / Госкомстат России. – М., 2003
- 52.Рудык Н.Б. Структура капитала корпораций: теория и практика / Н.Б. Рудык; АНХ. – М.: Дело, 2004. – 271 с.: ил. – Сер. “Современные финансы и корпоративное управление”.
- 53.Рудык Н. Б., Семенкова Е. В.. Рынок корпоративного контроля: слияния, жесткие поглощения и выкупы долговым финансированием. – М.: Финансы и Статистика, 2000. – 456 с.
- 54.Рудык Н.Б. Конгломератные слияния и поглощения: Уч.-практ.пос. –М.: Дело, 2005. - 224с.
- 55.Рудык, Н. Б. Поведенческие финансы или между страхом и алчностью. - М.: Дело, 2004.-272 с. - (Современные финансы и корпоративное управление).

56. Становление оценочной деятельности в России – М.: Институт оценки природных ресурсов, 2001 - 446 с.
57. Комментарий к Федеральному закону «Об акционерных обществах»: 3-е изд. / под ред. Тихомирова М.Ю. - М.: Юринформцентр, 2004. – 453 с.
58. Уильямсон О. Экономические институты капитализма: Фирмы, рынки, «отношенческая» контрактация. / пер. с англ. - С-Пб.: Лениздат; SEV Press, 1996. – 702 с., ил.
59. Уортингтон С. Правовые и рыночные механизмы корпоративного управления в странах с переходной экономикой. Круглый стол по вопросам корпоративного управления для России. ОЭСР, Всемирный банк. Москва, 24-25 февраля 2000
60. Формирование системы корпоративного управления в развивающихся, зарождающихся и переходных экономиках: Справочное пособие / Центр международного частного предпринимательства (CIPE), Март 2002
61. Храброва И.А. Корпоративное управление: вопросы интеграции. Аффилированные лица, организационное проектирование, интеграционная динамика. – М., 2000. – 198 стр.
62. Чиркова Е. В. Действуют ли менеджеры в интересах акционеров? Корпоративные финансы в условиях неопределенности. М.: Олимп-Бизнес. 1999. – 288 с.
63. Чиркова Е. В. Как оценить бизнес по аналогии: Методологическое пособие по использованию сравнительных рыночных коэффициентов при оценке бизнеса и ценных бумаг. – М.: Альпина Бизнес Букс. 2005. – 190с.
64. Шаститко А. Проблемы корпоративного управления и перераспределения прав контроля в России: Информационно-аналитический бюллетень БЭА. – М., 2004. - №56

- 65.Щербакова О.Н. Современные технологии оценки, используемые в рамках управления стоимостью компании: Доклад на Конгрессе "10 лет оценочной деятельности в России. Итоги и перспективы" по секции "Практика оценки бизнеса"
- 66.Эконометрика: Учебник/ И.И.Елисеева, С.В. Курышева, Т.В. Костеева и др.; под ред. И.И.Елисеевой.- 2-е изд., перераб. и доп. - М.: Финансы и статистика, 2005. – 576 с.: ил.
- 67.Экономика и право. Словарь-справочник. 9000 финансово-экономических и правовых терминов / Авт.-сост. Л.П. Кураков, В.Л. Кураков, А.Л. Кураков. – М.: ВУЗ и школа, 2004.- 1072 с.
- 68.Яковлев А. А. Развитие спроса на правовое регулирование корпоративного управления в частном секторе. – М.: МОНФ; АНО «Проекты для будущего: научные и образовательные технологии», 2003. - Серия «Научные доклады: независимый экономический анализ». - № 148.
- 69.Аверчев И. Как оценить эффективность работы компании // Финансовый директор. – 2006. - №3
- 70.Андрефф В. Российская приватизация: подходы и последствия.// Вопросы экономики. – 2004. - №6. - с. 73-74
- 71.Аукуционек С., Жуков В., Капелюшников Р. Доминирующие категории собственников и их влияние на хозяйственное поведение предприятий.// Вопросы экономики. – 1998. - №12. - с. 108–127.
- 72.Беликов И. В. Как сделать компанию успешной? // Уральский инвестор. – 2005. - №10. – с.2
- 73.Беликов И. В. Роль совета директоров // Консультант. - 2005. - №1
- 74.Беликов И. Кодекс корпоративного управления: зарубежный опыт // Журнал для акционеров. – 2000. - №9
- 75.Беликов И. Хорошее корпоративное управление: кто заплатит премию? // РЦБ. – 2004. - №5

76. Бухвалов А. В. Корпоративное управление как объект научных исследований. // Российский журнал менеджмента. - Том 3. - №3. - 2005. С. 81–96
77. Бухвалов А. В. Теория фирмы и теория корпоративного управления. // Вестник С.-Петербургского ун-та. Сер. Менеджмент. - 2004. - №4. - с. 99–117.
78. Бухвалов А. В., Волков Д. Л. Исследование зависимости между показателями фундаментальной ценности и рыночной капитализацией российских компаний. // Вестник С.-Петербургского ун-та. Сер. Менеджмент. - 2005. - №1. - с. 26–44.
79. Васильев Д.. Корпоративное управление в России: есть ли шанс для улучшений? // Материалы Международной конференции "Инвестиционный климат и перспективы экономического роста в России". – Москва, апрель 5-6 2000 г.
80. Верстина Н., Еленева Ю. Как нам капитализировать Россию. Стоимостное мышление как основа повышения эффективности управления компанией // Оборудование (рынок, предложение, цены). - 1999. – №12
81. Виньков А. Машиностроение. 400 крупнейшие компании России. // Эксперт. - 2005. - №38. - с.
82. Волков Д. Л. Управление ценностью: показатели и модели оценки.// Российский журнал менеджмента. - 2005. - № 4 (3). - с. 67–76.
83. Волков Д. Л. Показатели результатов деятельности: использование в управлении стоимостью компании.// Российский журнал менеджмента. - 2005. - №3 (2). - с. 3–42.
84. Волков Л., Сафронов Н. Менеджмент в России не защищает интересы акционеров. [Электронный ресурс]// Независимая газета от 03.04.2001.// http://politeconomy.ng.ru/research/2001-04-03/7_management.html

85. Газин Г. Корпоративное управление в России [Электронный ресурс] // Вестник McKinsey. - 2003. - №3. // <http://www.vestnikmckinsey.ru>
86. Гришанков Д., Кабалинский Д.. Шесть процентов новой экономики. Эксперт-400 // Эксперт. - № 38. - 2004. -
87. Долгопятова Т. Г. Собственность и корпоративный контроль в российских компаниях в условиях активизации интеграционных процессов.// Российский журнал менеджмента. - 2004. - № 2 (2). - с. 3–26.
88. Долгопятова Т.. Модели и механизмы корпоративного контроля в российской промышленности (опыт эмпирического исследования).// Вопросы экономики. - 2001. - № 5. - с. 46–60.
89. Дымшаков А. Управляя - оценивай: проблема использования методов оценки бизнеса в России.// Управление компанией. - 2004 г. - №9 – с.
90. Еженедельный аналитический обзор за 19-23 декабря 2005г. // УК "РегионГазФинанс"
91. Еленева Ю.Я. Стоимостной подход как основа современного управления бизнесом // Проблемы теории и практики управления. - 2002. - № 3.
92. Ивашковская И. В., Константинов Г. Н., Филонович С. Р. Становление корпорации в контексте жизненного цикла организации.// Российский журнал менеджмента. - 2004. - №2 (4). - с. 19–34.
93. Йенсен М. К.. - Меклинг У. Х. Теория фирмы: поведение менеджеров, агентские издержки и структура собственности // Вестник С.-Петербургского ун-та. - 2004. - №4. - Сер. Менеджмент - с. 118–191.
94. Кашин С. Стоит ли хорошо стоять? // Секрет фирмы. – 2004. - № 45
95. Козырь Ю. Оценка и управление стоимостью компании // Рынок ценных бумаг. – 2000. - № 19. – с. 1-3
96. Корпоративное управление – инструмент создания стоимости компании// Сообщение. - 2001. - №11

97. Коупленд Т., Колер Т., Мурин Дж. Управление стоимостью компании // Вестник McKinsey. - 2002. - №1
98. Кумз П., Вонг С. Почему работают кодексы корпоративного управления // Вестник McKinsey. - 2004. - №2(7)
99. Кумз П., Уотсон М. Корпоративное управление: три опроса инвесторов // The McKinsey Quarterly. - 2000. - № 4
100. Кумз П., Уотсон М., Кампос К., Ньюэлл Р., Уилсон Г. Цена корпоративного управления // Вестник МакКинси. - №1. - 2003
101. Ла Порта Р., Лопес-де-Силанес Ф., Шлейфер А. Корпоративная собственность в различных странах мира // Российский журнал менеджмента. - 2005. - № 3 (3). - с. 97–148.
102. Лукашов А. Сравнительные корпоративные финансы и корпоративное управление // Управление корпоративными финансами. - 2005. - №2-3(8-9). - с.2-11.
103. Мертенс А. Стоимость компании в теории и на практике // Финансовый директор. – 2002. - № 5 - с. 82-86
104. Миркин Я., С. Лосев: Защита инвесторов: границы возможного и новые идеи. // Рынок ценных бумаг. - 2000. - № 22. - с.43-47
105. Наливайский В.Ю., Цой Р.А. Оценка влияния корпоративного управления на рыночную стоимость российских компаний // Вестник Санкт-Петербургского государственного университета. Серия Менеджмент. – 2006. – №3. – 1,2 п.л. (в т.ч. автора – 0,8 п.л.).
106. Петухов Л. Ближе к стандартам // Вестник McKinsey. - 2003. - № 2 (4)
107. Радыгин А. Корпоративное управление в России: ограничения и перспективы // Вопросы экономики. - 2002. - №1. - с. 101–124.
108. Радыгин А. Слияния и поглощения в корпоративном секторе. // Вопросы экономики. - 2002. - №12. - с. 85–109.

- 109.Радыгин А., Архипов С.. Собственность. - корпоративные конфликты и эффективность (некоторые эмпирические оценки)// Вопросы экономики. - 2000. - №11. - с. 114–133.
- 110.Радыгин А.. - И.Сидоров Российская корпоративная экономика: сто лет одиночества? // Вопросы экономики. - 2000. - № 5. - с. 45-61
- 111.Радыгин А., Энтов Р.. Инфорсмент прав собственности и контрактных обязательств// Вопросы экономики. - 2003. - №5. - с. 83–100.
- 112.Радыгин А.. Собственность и интеграционные процессы в корпоративном секторе (некоторые новые тенденции)// Вопросы экономики. - 2001. - №5. - с. 26–45.
- 113.Радыгин А.Д. Корпоративное управление в России: есть ли шанс у инвестора? [Электронный ресурс] // www.iet.ru/personal/radygin/pressH.doc
- 114.Рассказов С.В., Рассказова А.Н. Стоимостные методы оценки эффективности менеджмента компании // Финансовый менеджмент. - 2002. - №3
- 115.Рассказова А.Н. Финансовые аспекты корпоративного управления. Расчет добавленной стоимости собственного капитала // Финансовый менеджмент. - 2002. - №5
- 116.Рассказова А.Н. Экономическая добавленная стоимость как метод управленческого консалтинга // Финансовый менеджмент. - 2003. - №2
- 117.Самохвалов В. Как определить ключевые финансовые факторы стоимости? // Управление компанией – 2004 - № 5 – с.
- 118.Слущкий Д. Как посчитать стоимость компании?// Русский фокус. - 2004. - №21. - с.3
- 119.Собственность и контроль предприятий / Глава С5 Меморандума об экономическом положении Российской Федерации «От экономики переходного периода к экономике развития»// Вопросы экономики. - 2004. - №8. - с. 4–35.

120. Сонин А. Корпоративное управление: мифы и реальность // Управление компанией. - № 12. - 2005
121. Старюк П. Ю., Полиенко В. И. Корпоративное управление и стоимость компании: ситуация в России // Управление компанией. - 2004. - №1. - с. 50-57
122. Стиглиц Дж. Ю. Куда ведут реформы? (К десятилетию начала переходных процессов) // Вопросы экономики. - 1999. - №7. - с. 4–30.
123. Сычев Н. Хождение по мукам владельца бизнеса // Управление компанией. - 2005. - № 12. - с.24-25
124. Фелтон Р.. - Уотсон М. Курс на реформы // Вестник McKinsey. - 2003. - №2(4)
125. Хисамова З. Кольцевое движение // Эксперт. - 2005. - № 40
126. Центр сертификации и рейтингов ИНЭС. На грани перемен // Экономические стратегии. - № 4. - 2005. - стр. 64-67
- 127.
128. Цой Р.А. Инвестиции и корпоративное управление // Рыночная экономика и финансово-кредитные отношения: Ученые записки. Вып. 11 / РГЭУ «РИНХ». – Ростов н/Д, 2005. – 0,31 п.л.
129. Цой Р.А. Информационная прозрачность российских бизнес-структур как фактор роста их капитализации // Вопросы финансово-кредитных отношений, бухучета и статистики: Сборник научных статей аспирантов и соискателей. Вып. 3 / РГЭУ «РИНХ». – Ростов н/Д, 2005. – 0,25 п.л.
130. Цой Р.А. Корпоративное управление как фактор привлечения инвестиционного капитала // Финансовые исследования. – №2 (11) / РГЭУ «РИНХ». – Ростов н/Д, 2005. – 0,62 п.л.
131. Цой Р.А. Анализ влияния качества корпоративного управления на стоимость российских компаний // Проблемы федеральной и региональной экономики: Ученые записки. Вып. 9 / РГЭУ «РИНХ». – Ростов н/Д, 2005. – 0,43 п.л.

- 132.Цой Р.А. Корпоративное управление как фактор инвестиционной привлекательности российских компаний // Научная мысль Кавказа. Приложение. – 2006. – №1. – 0,34 п.л.
- 133.Цой Р.А. Зависимость качества корпоративного управления и стоимости компаний в России // Вопросы финансово-кредитных отношений, учета и аудита: Сборник научных статей аспирантов и соискателей. Вып. 4 / РГЭУ «РИНХ». – Ростов н/Д, 2006. – 0,4 п.л.
- 134.Цой Р.А. Об оценке влияния корпоративного управления на рыночную стоимость российских компаний // Россия в глобализирующейся мировой экономике: Материалы международной научно-практической конференции (Ростов-на-Дону, 18–20 мая 2006 г.) / Под ред. Осипова Ю.М., Алешина В.А., Архипова А.Ю., Овчинникова В.Н. – Ростов н/Д: Изд-во РГУ, 2006. – 0,1 п.л.
- 135.Ширирин В. Правильно оценить — не поле перейти // Деловой Квартал. – 1999. - № 43
- 136.Щербакова О.Н. Применение современных технологий оценки стоимости бизнеса действующей компании // Финансовый менеджмент. – 2003. - №1
- 137.Яковлев А. Спрос на право в сфере корпоративного управления: эволюция стратегий экономических агентов.// Вопросы экономики. - 2003. - № 4. - с. 37–49.
- 138.Яковлев А. А. Корпоративное управление и реструктуризация предприятий в России: формальные институты и неформальные интересы собственников. //Экономический журнал ВШЭ. - 2003. - №7 (2). – с. 221–230.
- 139.400 крупнейшие компании России.//Эксперт. - 2004. - №38
- 140.400 крупнейшие компании России.//Эксперт. - 2005. - №38
- 141.500 крупнейшие компании России.//Финанс. - 2005. - №39

142. Аналитический отчет по результатам исследования Ассоциации менеджеров и Российского института директоров при участии ФКЦБ РФ «Исследование готовности российских предприятий к внедрению Кодекса корпоративного поведения», 2001, [Электронный ресурс] – // www.rid.ru
143. Аналитический отчет по результатам исследования Ассоциации менеджеров и Российского института директоров при участии ФКЦБ РФ «Исследование готовности российских предприятий к практическому внедрению рекомендаций Кодекса корпоративного поведения», 2002, [Электронный ресурс] – // www.rid.ru
144. Банк готовых документов. Россия в цифрах-2005. Сайт Федеральной службы государственной статистики [Электронный ресурс] – // www.gks.ru
145. Беликов И. В. Внедрение кодекса корпоративного управления: проблемы и достижения. [Электронный ресурс] – // <http://www.rid.ru>
146. Вестник Центрального Банка России от 4 июля 2005 г. [Электронный ресурс]
147. Герасимов Н. Применение модели Ольсона в оценке стоимости компании, [Электронный ресурс] – // http://www.cfin.ru/finanalysis/value_ohlson.shtml
148. Информация о Национальном рейтинге корпоративного управления, [Электронный ресурс], – // <http://www.rid.ru/>
149. Корпоративное управление и инвестиционный климат в России: события, мнения инвесторов, 2005г. Ежегодное исследование Национального совета по корпоративному управлению. [Электронный ресурс], – // <http://nccg.ru/site.xp/049055052051124.html>
150. Пресс-релизы института корпоративного управления и права, [Электронный ресурс], – // <http://www.iclg.ru/default.asp> .

151. Принципы корпоративного управления ОЭСР. 1999, [Электронный ресурс], – // www.oecd.org/dataoecd/46/38/4354430.pdf
152. Радыгин А. Проблемы корпоративного управления, [Электронный ресурс], – // <http://www.bpi.ru/review/20966.html?mode=print>
153. Степанов Д. Value-Based Management и показатели стоимости, [Электронный ресурс], – // <http://www.iteam.ru/publications/strategy>
154. Черногоров А.Ю. Новая стратегия реструктуризации предприятий машиностроительной отрасли. [Электронный ресурс], – // http://www.mashportal.ru/technologies_management-257.aspx
155. Arnold G. Tracing the development of value based management. In: Arnold G., Davies M. (eds). Value Based Management. Context and Application. John Wiley & Sons: N. Y., 2000.
156. Barca F., Becht M. The control of corporate Europe. NY: Oxford University Press, 2001
157. Barontini R., Caprio L. The Effect of Family Control on Firm Value and Performance. Evidence from Continental Europe. // Finance Working Paper, 2005 № 88., [Электронный ресурс] – // <http://www.ecgi.org/wp>
158. Becht, M., (1997) Strong Blockholders, Weak Owners and the Need for European Mandatory Disclosure, [Электронный ресурс] – // <http://www.ecgn.ulb.ac.be/>
159. Becht, M., Roell, A. Blockholdings in Europe: An international comparison, European Economic Review, 1999, № 43, pp. 1049-1056
160. Bennedsen, M., and D. Wolfenzon. The Balance Power in Closely Held Corporations. // Journal of Financial Economics, 2000, № 58. pp. 1–2
161. Berglöf E., Pajuste A. Emerging owners, eclipsing markets? Corporate governance in Central and East Europe. In: Cornelius P., Kogut B. (eds.). Corporate Governance and Capital Flows. Oxford University Press: N. Y., 2003.

162. Berglöf E., Pajuste A. Why Do Firms Disclose and Why? Enforcing Corporate Governance and Transparency in Central and Eastern Europe., 2005, [Электронный ресурс] – // <http://www.ssrn.com>
163. Berglöf E., Tadden E. L. von. The Changing Corporate Governance Paradigm: Implications for Transitions and Developing Countries. 1999, [Электронный ресурс] – // <http://www.ssrn.com>
164. Berle A., Means G. The Modern Corporation and Private Property. NY, MacMillan, 1932
165. Black B. The Corporate Governance Behavior and Market Value of Russian Firms. Emerging Markets Review, 2001, vol.2., [Электронный ресурс] – // http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=263014
166. Claessens S., Djankov S., Lang and L. The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations. // Journal of Financial Economics, 2000, Vol. 58, No 1-2, pp. 81-112.
167. Coase, R.H. The Nature of the Firm. // Economica, November 1937, 4(16), pp. 386-405.
168. Corporate Governance, Investor Protection and Performance in Emerging Markets // World Bank Policy Research Working Paper. 2818. April 2002
169. Demsetz H. The Structure of Ownership and the Theory of Firm. // Journal of Law and Economics, 1983.- pp.375-390.
170. Demsetz H. The Firm in Economic Theory: A Quiet Revolution. American Economic Review, 1997, vol. 87, No 2, pp. 426-429, [Электронный ресурс] – // <http://ecomanager.narod.ru/library/quiet.htm>
171. Demsetz H., Lehn K. The structure of corporate ownership: Causes and consequences. // Journal of Political Economy, 1985, №93 (6), pp.1155–1177.
172. Donaldson G. Managing Corporate Wealth. The Operation of a Comprehensible Financial Goal System. Praetor, 1984
173. Dyck I. J. A. Ownership structure, legal protection and corporate governance. Harvard Business School, 2000, mimeo.

174. European Corporate Governance Network (ECGN). The Separation of Ownership and Control: A Survey of 7 European Countries Preliminary Report to the European Commission. 1997. Volumes 1-4. Brussels, European Corporate Governance Network.
175. Euroshareholders Corporate Governance Guidelines 2000. The European Shareholders Group, "Euroshareholders". February, 2000,
176. Faccio M., Lang L. The ultimate ownership of Western European Corporations. // Journal of Financial Economics, 2002, № 65, 365–395.
177. Franks J., and C. Mayer. Corporate Control: A Comparison of Insider and Outsider Systems. London Business School, Institute of Finance and Accounting, Working Paper, 1994
178. Glossary of Corporate Governance Terms & Acronyms, [Электронный ресурс] – // <http://www.thecorporatelibrary.com>
179. Grant J. Foundations of Economic Value Added. The Frank Fabozzi Series. 2nd ed. John Wiley & Sons: N. Y., 2003
180. Haspeslagh, Philippe, Tomo Noda, and Fares Boulos, "Managing for Value: It's Not Just About the Numbers." Harvard Business Review (July-August 2001): 65-73.
181. Instituting Corporate Governance in Developing, Emerging and Transitional Economies, A Handbook, March 2002, [Электронный ресурс] – // <http://www.cipe.org>
182. International Survey of Shareholder Value Management Issues. Coopers & Lybrand, 1997.
183. Investor Opinion Survey, McKinsey, July 2002. [Электронный ресурс] , – // www.mckinsey.com/features/investor_opinion/index.html
184. Jensen M. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. // American Economic Review, 1986, pp.323-329
185. Jensen M., Meckling W. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure. // Journal of Financial Economics 3

- (October): 305-360., – [Электронный ресурс], // http://papers.ssrn.com/sol3/paper.taf?ABSTRACT_ID=94043
- 186.Johnson S., La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. Tunneling.// American Economic Review Papers and Proceedings, 2000— S. 1., May.
- 187.Journal of Law and Economics. 1983. Vol. XXVI. № 2.
- 188.Keynes J. M. Essays in Persuasion.-B: Collected Writings of John Maynard Keynes. London and Basingstoke, Macmillan & Co., St. Martin's Press, for the Royal Economic Society, 1972, vol. 9, p. 151
- 189.La Porta R., F. Lopes de Silanes, A. Shleifer, A. Vishny Legal Determinants of External Finance // The Journal of Finance, 1997, №34, p. 1131-1180
- 190.La Porta R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishni R. Law and Finance.// The Journal of Political Economy, 1998, №106 (6), p.1113-1155
- 191.La Porta R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A.. Corporate Ownership around the World. //The Journal of Finance, 1999, №54 (2), p.471-517
- 192.[Marathon Rated Best of 20 Oil Firms on Corporate Governance//Oil Daily, January 15, 2004](#)
- 193.Modigliani F., Miller M. H., "The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment"//American Economic Review. June 1958. Vol. 48. №3. P. 261-297.
- 194.Morck, R., Nakamura, M., 1999. Banks and corporate control in Japan. //Journal of Finance 54, p. 319-340.
- 195.Notes on Corporate Governance Manual, [Электронный ресурс] – // <http://www.ifc.org/europe/default/descripen/indexen/footen/footen.html>
- 196.Rappaport A. Creating shareholder value: a guide for managers and investors. — Rev. and updated ed. New York: Free Press, 1998. —205 p.
- 197.Russia Market Daily // Ежедневный обзор ИК "Тройка-Диалог" от 12.12.2005 г.

198. Shleifer A., Vishny R. A Survey of Corporate Governance // The Journal of Finance, Vol. LII, No.2, June 1997, p. 737.
199. Simon H. Administrative Behavior, 1947 г.
200. Stewart B. The Quest for Value: A Guide for Senior Manager. N. Y., 1999
201. Transition Report 1998. Financial Sector in Transition. London, EBRD, 1998.
202. Value Based Management: A Survey of European Industry. 1996. KPMG.
203. Value Based Management: The Growing Importance of Shareholder Value in Europe. 1999. KPMG.
204. Williamson, Oliver E. The economic institutions of capitalism: firms, markets, relational contracting. N. Y., 1985.
205. World Bank. Corporate Governance: A Framework for Implementation. Overview, 1999, – [Электронный ресурс], // www.worldbank.org
206. World Bank. From Plan to Market. World Development Report: Oxford University Press, 1996.
207. Zingales L. Corporate Governance. The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law. — S. l., 1997.

Приложение 1.

ПРИНЦИПЫ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ ОЭСР

I. ПРАВА АКЦИОНЕРОВ

Структура корпоративного управления должна защищать права акционеров.

- А. К основным правам акционеров относятся права на: 1) надежные методы регистрации права собственности; 2) отчуждение или передачу акций; 3) получение необходимой информации о корпорации на своевременной и регулярной основе; 4) участие и голосование на общих собраниях акционеров; 5) участие в выборах правления; и 6) долю в прибылях корпорации.
- В. Акционеры имеют право на участие в принятии решений и получение достаточной информации относительно решений, касающихся принципиальных изменений в корпорации, таких как: 1) внесение

изменений в устав или в иные аналогичные документы, регулирующие деятельность компании; 2) разрешение на выпуск дополнительных акций; и 3) сделки чрезвычайного характера, которые, по сути, ведут к продаже компании.

- C. Акционеры должны иметь возможность эффективно участвовать в общих собраниях акционеров и голосовать на них, они должны получать информацию о правилах, включая порядок голосования, которыми регулируется проведение общих собраний акционеров:
1. Акционеры должны получать достаточную и своевременную информацию относительно даты и места проведения общих собраний и их повестки дня, а также полную и своевременную информацию по вопросам, которые должны рассматриваться на собрании.
 2. Акционерам должна предоставляться возможность задавать вопросы правлению и, с учетом разумных ограничений, предлагать вопросы в повестку дня общего собрания.
 3. Акционеры должны иметь возможность голосовать лично или без личного присутствия, причем голоса, поданные и лично, и без личного присутствия, должны иметь равную силу.
- D. Структуры капитала и механизмы, позволяющие отдельным акционерам получить степень контроля, несоразмерную с принадлежащей им долей акций, должны предаваться гласности.
- E. Рынки для целей корпоративного контроля должны иметь возможность функционировать эффективным и прозрачным образом.
- Правила и процедуры, регулирующие приобретение контроля над корпорацией на рынках капитала, а также сделки чрезвычайного характера, такие как слияния и продажа значительной части активов корпорации, должны четко формулироваться и предаваться гласности, с тем, чтобы инвесторы понимали свои права и средства правовой защиты. Сделки должны совершаться по прозрачным ценам и на справедливых условиях, защищающих права всех акционеров в соответствии с их категорией.
 - Механизмы, препятствующие поглощению компании, не должны использоваться для того, чтобы оградить администрацию от подотчетности.
- F. Акционеры, включая институциональных инвесторов, должны учитывать, какие издержки и какие выгоды влечет осуществление ими своего права голоса.

II. РАВНОЕ ОТНОШЕНИЕ К АКЦИОНЕРАМ

Структура корпоративного управления должна обеспечивать равное отношение к акционерам, включая мелких и иностранных акционеров. У всех

акционеров должна быть возможность получить эффективную защиту в случае нарушения их прав.

- Отношение ко всем акционерам одной категории должно быть одинаковым.
- В рамках каждой категории все акционеры должны иметь одинаковые права голоса. Все инвесторы должны иметь возможность до покупки акций получить информацию о правах голоса, связанных с каждой категорией акций. Любые изменения прав голоса должны утверждаться голосованием акционеров.
- Хранители или номинальные держатели акций должны голосовать таким образом, который согласован с реальным владельцем акций.
- Регламент и процедура проведения общих собраний акционеров должны обеспечивать равное отношение ко всем акционерам. Процедуры, принятые в компании, не должны делать участие в голосовании чрезмерно сложным или дорогостоящим.
- Операции с использованием внутренней информации и злоупотребления в собственных интересах должны быть запрещены.
- Члены правления и управляющие должны быть обязаны сообщать о своей материальной заинтересованности в сделках или вопросах, касающихся корпорации.

III. РОЛЬ ЗАИНТЕРЕСОВАННЫХ ЛИЦ В УПРАВЛЕНИИ КОРПОРАЦИЕЙ

Структура корпоративного управления должна признавать предусмотренные законом права заинтересованных лиц и поощрять активное сотрудничество между корпорациями и заинтересованными лицами в создании богатства и рабочих мест и обеспечении устойчивости финансово благополучных предприятий.

- Структура корпоративного управления должна обеспечивать соблюдение защищенных законом прав заинтересованных лиц.
- Если их интересы защищаются законом, заинтересованные лица должны иметь возможность получить эффективную защиту в случае нарушения их прав.
- Структура корпоративного управления должна допускать механизмы повышения эффективности участия заинтересованных лиц.
- Если заинтересованные лица участвуют в процессе корпоративного управления, они должны иметь доступ к необходимой информации.

IV. РАСКРЫТИЕ ИНФОРМАЦИИ И ПРОЗРАЧНОСТЬ

Структура корпоративного управления должна обеспечивать своевременное и точное раскрытие информации по всем существенным

вопросам, касающимся корпорации, включая финансовое положение, результаты деятельности, собственность и управление компанией.

Существенная информация, подлежащая раскрытию, включает, не исчерпываясь этим, следующее:

- Результаты финансовой и операционной деятельности компании.
- Задачи компании.
- Собственность на крупные пакеты акций и распределение прав голоса.
- Список членов правления и главных должностных лиц, а также получаемое ими вознаграждение.
- Прогнозируемые существенные факторы риска.
- Существенные вопросы, связанные с наемными работниками и другими заинтересованными лицами.
- Структура и политика управления.
- Информация должна готовиться, проверяться и раскрываться в соответствии с высокими стандартами качества бухгалтерского учета, раскрытия финансовой и нефинансовой информации и аудита.
- Следует ежегодно проводить аудиторские проверки с использованием независимого аудитора, чтобы обеспечить внешнюю и объективную оценку того, как подготовлена и представлена финансовая отчетность.
- Каналы распространения информации должны обеспечивать равноправный, своевременный и не связанный с чрезмерными расходами доступ пользователей к необходимой информации.

V. ОБЯЗАННОСТИ ПРАВЛЕНИЯ

Структура корпоративного управления должна обеспечивать стратегическое управление компанией, эффективный контроль за администрацией со стороны правления, а также подотчетность правления перед компанией и акционерами.

- Члены правления должны действовать на основе всей необходимой информации, добросовестно, с должной заботливостью и осторожностью, в наилучших интересах компании и акционеров.
- Если решения правления могут по-разному воздействовать на различные группы акционеров, правление должно справедливо относиться ко всем акционерам.
- Правление должно обеспечить соблюдение применимого законодательства и учитывать интересы заинтересованных лиц.
- Правление должно выполнять определенные ключевые функции.
- Правление должно иметь возможность выносить объективное суждение по делам корпорации, не будучи зависимым, в частности, от администрации.
- Правление должно рассмотреть вопрос о возложении на достаточное количество своих членов, не занимающих в корпорации

административных должностей, способных выносить независимые суждения, решение вопросов, которые могут привести к возникновению конфликта интересов. Примерами таких ключевых обязанностей могут быть финансовая отчетность, выдвижение, а также вознаграждение должностным лицам и членам правления.

- Члены правления должны уделять достаточное время выполнению своих обязанностей.
- Для того чтобы иметь возможность выполнять свои обязанности, члены правления должны иметь доступ к точной, относящейся к делу и своевременной информации.

Дескриптивная статистика данных

| Переменные | Среднее значение | Стандартное отклонение | Мин. значение | Макс. значение |
|------------|------------------|------------------------|---------------|----------------|
| MC | 57582,68 | 226006,6 | 55,91226 | 3509121 |
| LNMC | 8,537759 | 2,145603 | 4,023784 | 15,07088 |
| PA | 43392,55 | 203806 | 0,085 | 2894442 |
| LNPA | 8,940006 | 1,626792 | -2,4651 | 14,8783 |
| PROFIT | 0,18163 | 0,22852 | -0,55608 | 3,932392 |
| FIXLOWN | 0,162007 | 0,19776 | 0 | 0,999374 |
| RTS | 585,216 | 300,3163 | 260,05 | 1125,6 |
| RCG | 6,45 | 0,974371 | 5 | 10 |

Значения переменной *OTRASL*:

- 1 – нефтегазовая отрасль
- 2 – телекоммуникационная отрасль
- 3 – электроэнергетика
- 4 – машиностроение
- 5 – металлургия
- 6 – транспорт
- 7 – пищевая отрасль
- 8 – химическая отрасль
- 9 – торговля

Значения переменной $OTRASL(i)=1$, если компания принадлежит к i -й отрасли и 0 – в противном случае.

Значения переменной $YEAR(i)=1$, если данные относятся к $200i$ -му году и 0 – в противном случае.

ПРОВЕРКА МОДЕЛИ "CORE-РЕЙТИНГ" НА МУЛЬТИКОЛЛИНЕАРНОСТЬ

1. Корреляционная матрица

| | LNSCRIN | LNPA | FIXLOWN | EFFECT | RCG | LNRTS |
|---------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| LNSCRIN | 1 | 0,777332 | 0,148601 | 0,423252 | 0,18284 | 0,286226 |
| LNPA | 0,777332 | 1 | -0,22858 | 0,382067 | 0,221672 | 0,231911 |
| FIXLOWN | 0,148601 | -0,22858 | 1 | -0,19266 | -0,29874 | 0,073267 |
| EFFECT | 0,423252 | 0,382067 | -0,19266 | 1 | 0,226002 | -0,09431 |
| RCG | 0,18284 | 0,221672 | -0,29874 | 0,226002 | 1 | 0,14976 |
| LNRTS | 0,286226 | 0,231911 | 0,073267 | -0,09431 | 0,14976 | 1 |

2. Для измерения эффекта мультиколлинеарности используется показатель VIF – «фактор инфляции вариации»:

$$VIF(X_h) = \frac{1}{1 - R_h^2},$$

где R_h^2 – значение коэффициента множественной корреляции, полученное для регрессора X_h как зависимой переменной и остальных переменных X_i . При этом степень мультиколлинеарности, представляемая в регрессии переменной X_h , когда переменные X_1, X_2, \dots, X_k включены в регрессию, есть функция множественной корреляции между X_h и другими переменными X_1, X_2, \dots, X_k .

Если $VIF > 10$, то объясняющие переменные, коррелирующие между собой, считаются мультиколлинеарными.

| VIF1 | VIF2 | VIF3 | VIF4 | VIF5 |
|---------|---------|---------|---------|---------|
| 1,33437 | 1,16728 | 1,26615 | 1,18481 | 1,15178 |

ПРОВЕРКА МОДЕЛИ "ЭКСПЕРТ" НА МУЛЬТИКОЛЛИНЕАРНОСТЬ

| | LNSCRIN | LNPA | FIXLOWN | EFFECT | RCG | LNRTS |
|---------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| LNSCRIN | 1 | 0,774383 | 0,21011 | 0,308289 | 0,304207 | 0,032688 |
| LNPA | 0,774383 | 1 | -0,14923 | 0,313688 | 0,131944 | -0,09863 |
| FIXLOWN | 0,21011 | -0,14923 | 1 | -0,07672 | 0,272321 | 0,193619 |
| EFFECT | 0,308289 | 0,313688 | -0,07672 | 1 | 0,104798 | 0,018638 |
| RCG | 0,304207 | 0,131944 | 0,272321 | 0,104798 | 1 | 0,428213 |
| LNRTS | 0,032688 | -0,09863 | 0,193619 | 0,018638 | 0,428213 | 1 |

| VIF1 | VIF2 | VIF3 | VIF4 | VIF5 |
|---------|---------|---------|--------|---------|
| 1,43364 | 1,21657 | 1,12656 | 1,3462 | 1,21587 |

Результаты регрессионного анализа. Распечатка расчетов в STATA 8.

Сквозная регрессия без учета структуры выборки

```
. reg lnmc lnpa profit fixlown rts rcg
```

| Source | SS | df | MS | | | |
|----------|------------|-----|------------|-----------------|--------|--|
| Model | 1657.47952 | 5 | 331.495903 | Number of obs = | 500 | |
| Residual | 639.722981 | 494 | 1.29498579 | F(5, 494) = | 255.98 | |
| Total | 2297.2025 | 499 | 4.60361222 | Prob > F = | 0.0000 | |
| | | | | R-squared = | 0.7215 | |
| | | | | Adj R-squared = | 0.7187 | |
| | | | | Root MSE = | 1.138 | |

| | Coef. | Std. Err. | t | P> t | [95% Conf. Interval] | |
|---------|-----------|-----------|-------|-------|----------------------|-----------|
| lnmc | | | | | | |
| lnpa | .9063607 | .033557 | 27.01 | 0.000 | .8404287 | .9722927 |
| profit | 1.796124 | .2280016 | 7.88 | 0.000 | 1.348151 | 2.244096 |
| fixlown | 2.845416 | .2638447 | 10.78 | 0.000 | 2.327019 | 3.363812 |
| rts | .0010572 | .0001849 | 5.72 | 0.000 | .000694 | .0014204 |
| rcg | .281021 | .059975 | 4.69 | 0.000 | .1631835 | .3988586 |
| _cons | -2.783605 | .3955625 | -7.04 | 0.000 | -3.560797 | -2.006413 |

Модель с фиксированными эффектами

```
. xtreg lnmc lnpa profit fixlown rts rcg, fe
```

```
Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =   500
Group variable (i): idind             Number of groups =   100

R-sq:  within = 0.6227                 Obs per group:  min =    5
      between = 0.7311                   avg   =   5.0
      overall  = 0.5304                   max   =    5

corr(u_i, Xb) = 0.4639                 F(5,395)       =  130.40
                                          Prob > F       =   0.0000
```

| | Coef. | Std. Err. | t | P> t | [95% Conf. Interval] | |
|---------|-----------|-----------------------------------|-------|-------|----------------------|----------|
| lnmc | | | | | | |
| lnpa | .2666204 | .0492767 | 5.41 | 0.000 | .169743 | .3634978 |
| profit | .381069 | .1416132 | 2.69 | 0.007 | .1026592 | .6594789 |
| fixlown | .4504979 | .2862489 | 1.57 | 0.116 | -.112264 | 1.01326 |
| rts | .0015987 | .0001165 | 13.72 | 0.000 | .0013697 | .0018277 |
| rcg | .2423977 | .0582876 | 4.16 | 0.000 | .1278051 | .3569903 |
| _cons | 3.512934 | .5177931 | 6.78 | 0.000 | 2.494959 | 4.530909 |
| sigma_u | 1.5606588 | | | | | |
| sigma_e | .5795175 | | | | | |
| rho | .87882339 | (fraction of variance due to u_i) | | | | |

```
F test that all u_i=0:      F(99, 395) =  15.25          Prob > F = 0.0000
Тест Вальда свидетельствует, что модель с фиксированными эффектами лучше описывает
данные, чем сквозная модель
```

Модель со случайными эффектами

```
. xtreg lnmc lnpa profit fixlown rts rcg
```

```
Random-effects GLS regression      Number of obs   =   500
Group variable (i): idind         Number of groups =   100

R-sq:  within = 0.5877                 Obs per group:  min =    5
```

```

between = 0.7700          avg =      5.0
overall = 0.6923          max =      5

Random effects u_i ~ Gaussian          Wald chi2(5)          =      735.04
corr(u_i, X) = 0 (assumed)           Prob > chi2          =      0.0000

```

| lnmc | Coef. | Std. Err. | z | P> z | [95% Conf. Interval] |
|---------|-----------|-----------------------------------|-------|-------|----------------------|
| lnpa | .5797348 | .0426732 | 13.59 | 0.000 | .4960968 .6633728 |
| profit | .7164562 | .1539414 | 4.65 | 0.000 | .4147366 1.018176 |
| fixlown | 1.534177 | .2763629 | 5.55 | 0.000 | .9925154 2.075838 |
| rts | .001309 | .0001226 | 10.68 | 0.000 | .0010687 .0015492 |
| rcg | .2783061 | .0587766 | 4.73 | 0.000 | .163106 .3935061 |
| _cons | .415146 | .4696121 | 0.88 | 0.377 | -.5052769 1.335569 |
| sigma_u | .84979329 | | | | |
| sigma_e | .5795175 | | | | |
| rho | .68256714 | (fraction of variance due to u_i) | | | |

Тест Бройша и Пагано

```
. xttest0
```

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects:

```

lnmc[idind,t] = Xb + u[idind] + e[idind,t]

Estimated results:
      |          Var          sd = sqrt(Var)
-----+-----
lnmc |    4.603612          2.145603
e    |    .3358405          .5795175
u    |    .7221486          .8497933

```

```

Test:   Var(u) = 0
              chi2(1) =    327.91
              Prob > chi2 =    0.0000

```

Таким образом, модель со случайными эффектами лучше описывает данные, чем сквозная модель.

Тест Хаусмана

```
. xthaus
```

(Warning: xthausman is no longer a supported command; use -hausman-. For instructions, see help hausman.)

Hausman specification test

```

----- Coefficients -----
      |      Fixed      Random      Difference
lnmc |      Effects      Effects
-----+-----
lnpa |    .2666204    .5797348    -.3131144
profit |    .381069    .7164562    -.3353871
fixlown |    .4504979    1.534177    -1.083679
rts |    .0015987    .001309    .0002897
rcg |    .2423977    .2783061    -.0359084

```

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

```

chi2( 5) = (b-B)'[S^(-1)](b-B), S = (S_fe - S_re)
          =    239.80
Prob>chi2 =    0.0000

```

Полученные данные позволяют сделать вывод, что более адекватной является модель с фиксированными эффектами.


```

Estimated covariances = 5050 R-squared = 0.9659
Estimated autocorrelations = 100 Wald chi2(9) = 136658.72
Estimated coefficients = 9 Prob > chi2 = 0.0000

```

```

-----+-----
|               Panel-corrected
|               Coef.   Std. Err.   z   P>|z|   [95% Conf. Interval]
-----+-----
lnpa | .7476192 .0537303 13.91 0.000 .6423097 .8529287
profit | 1.461402 .3139597 4.65 0.000 .8460523 2.076752
fixlown | 2.357345 .3890264 6.06 0.000 1.594867 3.119823
rts | -.0003121 .000618 -0.51 0.614 -.0015233 .0008991
rcg | .3434898 .0865781 3.97 0.000 .1737997 .5131798
y1 | -1.261162 .4283046 -2.94 0.003 -2.100623 -.4217001
y2 | -1.177223 .3958645 -2.97 0.003 -1.953104 -.4013432
y3 | -.6060443 .2879889 -2.10 0.035 -1.170492 -.0415965
y4 | -.3967396 .2714656 -1.46 0.144 -.9288024 .1353232
_cons | (dropped)
-----+-----
rhos = 1 .7902663 .9598854 1 .5455971 ... .8372712
-----+-----

```

Модель с учетом совместного влияния времени и РКУ

```

. xtpcse lnmc lnpa profit fixlown rts yr1 yr2 yr3 yr4 yr5, correlation(pсар1)
(note: estimates of rho outside [-1,1] bounded to be in the range [-1,1])

```

Prais-Winsten regression, correlated panels corrected standard errors (PCSEs)

```

Group variable: idind Number of obs = 500
Time variable: year Number of groups = 100
Panels: correlated (balanced) Obs per group: min = 5
Autocorrelation: panel-specific AR(1) avg = 5
max = 5
Estimated covariances = 5050 R-squared = 0.9597
Estimated autocorrelations = 100 Wald chi2(9) = 4997.17
Estimated coefficients = 10 Prob > chi2 = 0.0000

```

```

-----+-----
|               Panel-corrected
|               Coef.   Std. Err.   z   P>|z|   [95% Conf. Interval]
-----+-----
lnpa | .7294872 .0573117 12.73 0.000 .6171582 .8418161
profit | 1.386712 .3169063 4.38 0.000 .7655865 2.007837
fixlown | 2.453405 .3417062 7.18 0.000 1.783674 3.123137
rts | .00307 .0019227 1.60 0.110 -.0006984 .0068384
yr1 | .4109125 .0810347 5.07 0.000 .2520875 .5697375
yr2 | .3621045 .0640919 5.65 0.000 .2364865 .4877224
yr3 | .3400202 .0717426 4.74 0.000 .1994073 .4806331
yr4 | .3457849 .0796635 4.34 0.000 .1896472 .5019225
yr5 | .1613033 .1930033 0.84 0.403 -.2169762 .5395828
_cons | -2.409215 .973265 -2.48 0.013 -4.316779 -.5016504
-----+-----
rhos = .9452713 1 .9538422 1 .5430172 ... .8347479
-----+-----

```

Модель, учитывающая отраслевую специфику формирования капитализации российских компаний

```

. xtpcse lnmc lnpa profit fixlown rts rcg otr2 otr3 otr4 otr5 otr6 otr7 otr8 otr9, corre
> lation(pсар1)
(note: estimates of rho outside [-1,1] bounded to be in the range [-1,1])

```

Prais-Winsten regression, correlated panels corrected standard errors (PCSEs)

```

Group variable: idind Number of obs = 500
Time variable: year Number of groups = 100
Panels: correlated (balanced) Obs per group: min = 5
Autocorrelation: panel-specific AR(1) avg = 5
max = 5

```

```

Estimated covariances = 5050 R-squared = 0.9657
Estimated autocorrelations = 100 Wald chi2(13) = 26134.28
Estimated coefficients = 14 Prob > chi2 = 0.0000

```

```

-----
| | Panel-corrected
| | Coef. Std. Err. z P>|z| [95% Conf. Interval]
-----+-----
lnpa | .6222497 .0601991 10.34 0.000 .5042615 .7402379
profit | .8785969 .2182334 4.03 0.000 .4508672 1.306327
fixlown | 1.442595 .2910186 4.96 0.000 .872209 2.012981
rts | .0009863 .00025 3.94 0.000 .0004963 .0014764
rcg | .4220878 .0590973 7.14 0.000 .3062593 .5379163
otr2 | -.8698521 .2094833 -4.15 0.000 -1.280432 -.4592725
otr3 | -2.45358 .1679206 -14.61 0.000 -2.782699 -2.124462
otr4 | -1.716924 .2195406 -7.82 0.000 -2.147215 -1.286632
otr5 | -.9653016 .1354568 -7.13 0.000 -1.230792 -.6998112
otr6 | -1.131934 .612591 -1.85 0.065 -2.33259 .0687226
otr7 | -.5881088 .368986 -1.59 0.111 -1.311308 .1350904
otr8 | -1.861732 .3190666 -5.83 0.000 -2.487091 -1.236373
otr9 | -1.263097 .2323606 -5.44 0.000 -1.718516 -.8076788
_cons | .8761582 .6556558 1.34 0.181 -.4089035 2.16122
-----
rhos = .7588636 .4510002 .7794353 .5486143 .6002578 ... .7704881
-----

```

Модель, учитывающая отраслевую специфику влияния РКУ на капитализацию

```

. xtpcse lnmc lnpa profit fixlown rts otr1r otr2r otr3r otr4r otr5r otr6r otr7r otr8r ot
> r9r, correlation(psar1)
(note: estimates of rho outside [-1,1] bounded to be in the range [-1,1])

```

Prais-Winsten regression, correlated panels corrected standard errors (PCSEs)

```

Group variable: idind Number of obs = 500
Time variable: year Number of groups = 100
Panels: correlated (balanced) Obs per group: min = 5
Autocorrelation: panel-specific AR(1) avg = 5
max = 5
Estimated covariances = 5050 R-squared = 0.9646
Estimated autocorrelations = 100 Wald chi2(13) = 12651.12
Estimated coefficients = 14 Prob > chi2 = 0.0000

```

```

-----
| | Panel-corrected
| | Coef. Std. Err. z P>|z| [95% Conf. Interval]
-----+-----
lnpa | .6338243 .0575932 11.01 0.000 .5209438 .7467048
profit | .9354473 .2293941 4.08 0.000 .4858431 1.385052
fixlown | 1.5883 .2758651 5.76 0.000 1.047614 2.128985
rts | .0009283 .0002509 3.70 0.000 .0004365 .0014201
otr1r | .6574267 .0818145 8.04 0.000 .4970732 .8177803
otr2r | .5042785 .094169 5.36 0.000 .3197107 .6888464
otr3r | .2950833 .0625977 4.71 0.000 .1723939 .4177726
otr4r | .3975655 .0764934 5.20 0.000 .2476412 .5474898
otr5r | .5440458 .0736249 7.39 0.000 .3997437 .6883479
otr6r | .5023293 .0809807 6.20 0.000 .3436101 .6610485
otr7r | .5560196 .1027769 5.41 0.000 .3545807 .7574585
otr8r | .3944591 .0673231 5.86 0.000 .2625082 .5264099
otr9r | .4769653 .0782383 6.10 0.000 .3236211 .6303095
_cons | -.8164296 .5683887 -1.44 0.151 -1.930451 .2975917
-----
rhos = .7714975 .4825039 .7963393 .6853953 .6066489 ... .7812077
-----

```

Модель, учитывающая влияние ликвидности акций на капитализацию («фишки-нефишки»)

```

. xtpcse lnmc lnpa profit fixlown rts rcg d, correlation(psar1)
(note: estimates of rho outside [-1,1] bounded to be in the range [-1,1])

```

Prais-Winsten regression, correlated panels corrected standard errors (PCSEs)

```

Group variable:   idind                Number of obs   =       500
Time variable:   year                  Number of groups =       100
Panels:          correlated (balanced)  Obs per group: min =        5
Autocorrelation: panel-specific AR(1)   avg             =        5
                                                max             =        5
Estimated covariances =       5050      R-squared       =       0.9687
Estimated autocorrelations =       100    Wald chi2(6)   =      2355.09
Estimated coefficients =         7       Prob > chi2    =       0.0000

```

| | Panel-corrected | | | | | |
|---------|-----------------|-----------|----------|-------|----------------------|----------|
| | Coef. | Std. Err. | z | P> z | [95% Conf. Interval] | |
| lnpa | .5737741 | .0679935 | 8.44 | 0.000 | .4405092 | .707039 |
| profit | 1.214191 | .3223966 | 3.77 | 0.000 | .5823051 | 1.846076 |
| fixlown | 2.220571 | .3376924 | 6.58 | 0.000 | 1.558706 | 2.882436 |
| rts | .0010627 | .0002699 | 3.94 | 0.000 | .0005337 | .0015917 |
| rcg | .3239104 | .0690711 | 4.69 | 0.000 | .1885335 | .4592873 |
| d | 1.614933 | .2485873 | 6.50 | 0.000 | 1.127711 | 2.102156 |
| _cons | -.0379604 | .6855975 | -0.06 | 0.956 | -1.381707 | 1.305786 |
| ----- | | | | | | |
| rhos = | .9635333 | 1 | .9431983 | 1 | .6068509 ... | .8303019 |

Модель, учитывающая специфику совместного влияния РКУ и ликвидности акций на капитализацию компаний

```

. xtpcse lnmc lnpa profit fixlown rts dr dlr, correlation(psar1)
(note: estimates of rho outside [-1,1] bounded to be in the range [-1,1])

```

Prais-Winsten regression, correlated panels corrected standard errors (PCSEs)

```

Group variable:   idind                Number of obs   =       500
Time variable:   year                  Number of groups =       100
Panels:          correlated (balanced)  Obs per group: min =        5
Autocorrelation: panel-specific AR(1)   avg             =        5
                                                max             =        5
Estimated covariances =       5050      R-squared       =       0.9678
Estimated autocorrelations =       100    Wald chi2(6)   =      1680.72
Estimated coefficients =         7       Prob > chi2    =       0.0000

```

| | Panel-corrected | | | | | |
|---------|-----------------|-----------|----------|-------|----------------------|----------|
| | Coef. | Std. Err. | z | P> z | [95% Conf. Interval] | |
| lnpa | .6205446 | .0659273 | 9.41 | 0.000 | .4913294 | .7497598 |
| profit | 1.350734 | .3661708 | 3.69 | 0.000 | .6330521 | 2.068415 |
| fixlown | 2.27068 | .3594518 | 6.32 | 0.000 | 1.566168 | 2.975193 |
| rts | .00121 | .0002696 | 4.49 | 0.000 | .0006816 | .0017384 |
| dr | .365639 | .0592084 | 6.18 | 0.000 | .2495926 | .4816854 |
| dlr | .1681315 | .0631281 | 2.66 | 0.008 | .0444027 | .2918602 |
| _cons | .4870619 | .7403334 | 0.66 | 0.511 | -.9639649 | 1.938089 |
| ----- | | | | | | |
| rhos = | .9714482 | 1 | .9672611 | 1 | .6090491 ... | .8322092 |