

## Исследование взаимосвязи уровней корпоративного управления

**Аннотация.** Статья посвящена исследованию взаимосвязи между уровнем корпоративного управления и рыночной оценкой украинских компаний. В начале приводится обзор состояния исследований по данной проблематике, затем приводится описание исходных данных, в качестве которых использовалась информация двух национальных рейтингов — корпоративного управления и рейтинга, крупнейших по капитализации компаний. В заключительной части приводятся результаты расчетов, которые позволяют выделить некоторые особенности поведения инвесторов на украинском рынке.

**Ключевые слова:** предприятие, компания, рейтинг, корпоративное поведение, инвестор, распределение, дисперсия, привлекательность, фондовый рынок.

**Введение.** Начиная с 80-х годов XX века, в западных странах, в основном в США и Великобритании, корпоративное управление (КУ) стало объектом пристального внимания исследователей и аналитиков.

Результаты последних исследований показывают, что существует корреляция между качеством корпоративного управления и рыночной оценкой компании. Р. Ла Порта, Ф. Лопез-де-Силанес, А. Шлейфер (7) проанализировали опыт 539 фирм из 27 развитых стран. Их результаты показывают, что рынок выше оценивает фирмы, имеющие эффективные системы защиты прав миноритарных акционеров, и фирмы, в которых большая часть денежных потоков контролируется акционерами.

Проблемы корпоративного управления в развивающихся и переходных экономиках имеют явно выраженную специфику по сравнению с развитыми странами. Современные исследователи анализируют

как особенности корпоративного управления на уровне отдельной фирмы, так и общие характеристики экономической среды, в которой этим проблемам уделяется должное внимание (2).

Э. Берглофф и С. Классенс (5) показали, что большинство традиционных механизмов КУ неэффективны там, где слабо развиты общие системы мотиваций и принуждения.

Л. Клапер и И. Лав (8) утверждали, что в условиях неразвитой законодательной инфраструктуры качество корпоративного управления на уровне фирмы является более значимым. Неэффективность законодательства на развивающихся рынках частично может быть компенсирована высоким уровнем корпоративного управления. Именно этот фактор в данном случае является для инвесторов позитивным индикатором.

Б. Блэк (6), основываясь на рейтингах, исследовал связь между стратегией КУ и рыночной стоимостью для 21 фирмы. Он показал существование сильной корреляции между этими факторами, что подтверждает сильное влияние КУ на оценки рынка даже в стране, где традиции корпоративной культуры и поведения только формируются.

В конце 1990-х годов ряд международных организаций (Европейский банк реконструкции и развития, Организация экономического сотрудничества и развития и др.) разработали Принципы корпоративного управления, отражающие накопленную «лучшую практику» взаимодействия компаний со всеми заинтересованными лицами. На основе богатого эмпирического материала П. Кумз, М. Уотсон, К. Камнос, Р. Ньюэлл, Г. Уилсон (3) показали, что в разных странах мира существует положительная связь между уровнем корпоративного управления компаний и их рыночной капитализацией. Инвесторы больше доверяют компаниям, демонстрирующим готовность защищать права акционеров, регулярно публикуя финансово отчеты и имеющим независимый совет директоров, контролирующей работу менеджеров.

Интерес исследователей к проблемам корпоративного управления в компаниях возник только в последние годы (4). Основное внимание было направлено на анализ деятельности советов директоров акционерных обществ. Необходимыми условиями эффективной работы Совета директоров считались независи-

мость от компании его членов, их профессиональная компетентность, возможность выделения ими достаточного времени для принятия решений. Советы директоров в украинских компаниях пока не достигли стандартов «лучшей практики» корпоративного управления.

Естественно, возникает вопрос — нуждаются ли украинские корпорации в стандартах корпоративного управления вообще. Введение стандартов корпоративного управления значительно ограничивает власть руководителя предприятия. Согласны ли украинские руководители поступиться частью своего контроля (и частных выгод) ради привлечения инвестиций?

Приведем результаты еще одного эмпирического исследования (1), направленного на поиск ответа на этот вопрос. Был проведен опрос 1000 промышленных предприятий — акционерных обществ (открытых и закрытых) и изучена их официальная статистическая отчетность. Предприятия должны были оценить, используют ли они на практике компоненты КУ. В целом положительными оказались чуть меньше половины всех ответов. В рамках этого проекта С. Гурьев и другие исследовали также связь между особенностями корпоративного управления и общими характеристиками предприятий, пытаясь выявить наличие определяющих, общих факторов, влияющих на готовность предприятия внедрять стандарты корпоративного управления. Результаты показали, что одним из таких факторов оказался размер предприятия. Действительно, чем больше предприятие, тем ниже относительные издержки внедрения стандартов корпоративного управления.

Следующим по значению фактором оказалась структура собственности. Увеличение доли мелких акционеров способствует повышению уровня корпоративного управления. Был обнаружен интересный эффект: чем больше доля акций в распоряжении администрации и крупного внешнего собственника, тем лучше корпоративное управление. Таким образом, консолидация пакета дает крупным внутренним и внешним инвесторам стимулы к улучшению корпоративного управления на предприятии.

**Постановка задачи.** Неожиданным оказалось отсутствие связи между уровнем корпоративного управления и инвестиционной при-

влекательностью предприятия. Отчасти это объясняется особенностями предприятий в выборке и ограниченным характером информации. Наше исследование посвящено анализу именно этой проблемы и направлено на выявление связи между уровнем КУ и инвестиционной привлекательностью компании.

Исследование опирается на предпосылку о существовании такой зависимости, которая особенно важна для компаний в странах с развивающимися рынками, где даже незначительное улучшение корпоративного управления может оказать ощутимое воздействие на финансовые показатели компании. Инвесторы всегда готовы платить премии к ценам акций компаний с системой корпоративного управления, обеспечивающей соблюдение их интересов, а чем более нестабильна общая экономическая среда, тем больше будет размер этой премии.

**1. Информационная база исследования.** Для оценки уровня корпоративного управления используем данные украинских рейтингов КУ. Последние появились недавно, они не являются общепризнанными. Различные рейтинговые агентства составляют собственные шкалы рейтингов, буквенные («Эксперт», и «Инвест Газеты») или численные (Standard & Poor's (S&P)).

В нашем исследовании используются данные рейтинга корпоративного управления «Инвест Газеты» (4).

Национальный рейтинг корпоративного управления. При присвоении рейтинговой оценки используются данные, предоставленные акционерным обществом, публичная информация.

В зависимости от качества корпоративного управления компании — участники рейтинга — могут быть отнесены к одному из следующих рейтинговых классов:

Класс А — компании с высоким уровнем корпоративного управления.

Класс В — компании со средним уровнем корпоративного управления.

Класс С — компании с низким уровнем корпоративного управления.

Класс D — компании с неудовлетворительным уровнем корпоративного управления.

Внутри каждого класса (кроме класса D) выделяются три подкласса, например, в класс А входят подклассы А++, А+ и А. В нашем

исследовании использованы данные национального рейтинга корпоративного управления «Инвест Газеты» (первое полугодие 2006 г.)

Для того чтобы попытаться выделить возможную зависимость между уровнем корпоративного управления и инвестиционной привлекательностью компании, мы сопоставили данные рейтинга корпоративного управления (РКУ) с рейтингом украинских компаний, составленным в соответствии со стоимостью активов.

Безусловно, численные оценки рейтинга являются более привлекательными для целей нашего исследования, но у нас имелась информация по численным рейтингам только для 13 компаний, поэтому мы вынуждены были опереться на буквенные классы рейтинга.

В качестве показателей инвестиционной привлекательности нами были выбраны два показателя — Р/Е и Р/С.

Показатель Р/Е (prise/earning ratio) — это цена акции, деленная на доход, приходящийся на акцию. Обычно для расчета Р/Е используется текущая цена акции, деленная на доход (балансовую прибыль), полученный в течение последних 12 месяцев, в расчете на одну акцию. Считается, что отношения Р/Е являются относительно устойчивыми для отрасли и для предприятий внутри отрасли, что подтверждается соответствующими статистическими данными.

Высокий уровень показателя Р/Е по сравнению со среднерыночным отражает убеждение инвесторов в хороших перспективах роста компании. Чем выше этот показатель, тем выше оценка инвесторами ожидаемого дохода от вложения, т. е. тем больше готовы заплатить инвесторы за гривну дохода, полученного данным эмитентом.

Акции компании обычно характеризуются относительно высоким Р/Е (15 и более), когда компания имеет хорошие перспективы роста в экономике. Сильное влияние на значения Р/Е оказывает инфляция и другие факторы, общие для всей экономики: политика национального банка, ставки процента, дефицит бюджета, политический климат и др.

Для российских компаний показатель Р/Е не является устойчивым, поэтому к результатам его использования стоит относиться весьма осторожно.

Показатель Р/С представляет собой отношение текущей цены акции к величине объема реализации продукции компании (объема продаж), приходящейся на одну акцию. Мы предполагаем, что этот

показатель в определенной степени более устойчив, чем показатель P/E, так как объемы реализации обычно в меньшей степени подвержены влиянию факторов, которые способствуют стремлению менеджмента украинских компаний к манипулированию показываемой в финансовых отчетах прибыли.

**2. Полученные результаты.** Как было отмечено выше, первоначальная выборка формировалась из предприятий, получивших рейтинг, и составила 137 компаний. Среди этих компаний были выбраны те, по которым имелась сопоставимая информация о показателях P/E и P/S, т. е. у которых имеется общая дата расчета, а также наличие биржевых котировок. В результате получился список из 82 украинских компаний различных отраслей, у которых имеется рейтинг корпоративного управления и данные о P/E и P/S.

Для компаний, попавших в различные классы рейтинга КУ, были рассчитаны средние, минимальные и максимальные величины по классам. Результаты этих расчетов представлены в табл. 1.

Таблица 1

**Классы рейтинга корпоративного управления**

Рейтинг	Класс				
	A	B++	B+	B	C++
P/E*					
Средний	9,05	18,21	35,42	37,60	37,3
Минимальный		5,44	5,3	4,01	1,92
Максимальный		61,23	325,66	180,16	212,89
P/S**					
Средний	0,65	1,54	1,11	0,85	0,45
Минимальный		0,16	0,14	0,18	0,1
Максимальный		4,9	3,84	3,15	0,97

Если по средним данным, рассчитанным для крупнейших 400 компаний, по показателю P/E украинских компании выглядят недооцененными по сравнению с западными, то по показателю P/S это совершенно не так. Возможно несколько интерпретаций такой ситуации,

среди которых стремление отечественных менеджеров манипулировать показателем прибыли может оказаться не самым главным. Часто используемый аргумент, состоящий в том, что украинский фондовый рынок недостаточно развит, и поэтому цены акций наших компаний отстают от западных, представленных на развитых рынках, в данном контексте не работает, так как в показателе P/S цены акций точно такие же. Украинские предприятия, возможно, работают на менее конкурентных рынках и используют более дешевые ресурсы, что позволяет им создавать больше прибыли по отношению к объему продаж (обеспечивать большую рентабельность продаж), чем их западные аналоги. В данной работе мы не готовы дать однозначную трактовку этому эффекту, но это, возможно, будет направлением наших дальнейших исследований.

Отметим, что для компаний, получивших рейтинг КУ, величины P/E вполне сопоставимы с западными аналогами. Во всех группах рейтинга были выделены предприятия, у которых показатель P/E примерно в десяток раз отличался от среднего по группе. Таких предприятий было два, и оба они находились в классе рейтинга B+ (табл.2). То есть по мере понижения рейтинга наблюдается несколько парадоксальный факт повышения показателя P/E при одновременном увеличении разброса его значений (табл. 3).

Таблица 2

Рейтинг	Класс				
	A	B++	B+	B	C++
P/E					
Средний	9,05	18,21	20,81	37,60	37,3
Минимальный		5,44	5,3	4,01	1,92
Максимальный		61,23	81,97	180,16	212,89
P/S					
Средний	0,65	1,54	1,04	0,85	0,45
Минимальный		0,16	0,14	0,18	0,1
Максимальный		4,9	3,84	3,15	0,97

Таблица 3  
Дисперсия значений показателей по классам рейтинга

Показатель	Класс				
	A	B++	B+	B	C++
P/E		18,47	61,59	46,21	65,18
P/S		1,45	0,99	0,87	0,24

Среднеквадратическое отклонение выбранных показателей показывает, насколько однородны рассматриваемые группы. Наши результаты отражают то, что разброс значений показателей велик. Для показателя P/S наблюдается тенденция уменьшения отклонений от среднего уровня по мере ухудшения качества корпоративного управления. Различия между анализируемыми компаниями по значению другого показателя (P/E) более существенны, т. е. фирмы, близкие по уровню корпоративного управления, имеют различную инвестиционную привлекательность.

Таким образом, непосредственно наблюдается рост готовности инвесторов платить больше за акции компаний с более низким рейтингом, или, другими словами, инвестиционная привлекательность компаний с более низким рейтингом КУ выше, чем компаний с более высоким рейтингом. В качестве одной из возможных интерпретаций может послужить получение низкого рейтинга компаниями с непрозрачной структурой и отчетностью, которые, тем не менее, находятся под влиянием всплеска спроса со стороны информированных, заинтересованных инвесторов. То есть для внешних инвесторов такие компании непривлекательны, а вот инсайдеры могут извлекать значительные доходы от спекулятивных операций с акциями.

Следует отметить, что в выделенные группы входят компании разной отраслевой принадлежности, что неизбежно приводит к существенному разбросу значений показателей. Мы попытались проделать аналогичные сравнения и расчеты для компаний одной отрасли. В качестве примеров были выбраны электроэнергетика и нефтехимическая промышленность. Результаты представлены в табл. 4 и 5.

Таблица 4  
Инвестиционная привлекательность и уровень корпоративного управления компаний электроэнергетики

Класс	Среднее значение		Дисперсия		Количество компаний в группе
	P/E	P/S	P/E	P/S	
B++	61,23	0,5			1
B+	25,52	1,06	16,28	1,19	22
B	87,896	0,318	68,66	0,15	4
C, C+	35,2	0,6	47,07	0,45	2

Таблица 5  
Инвестиционная привлекательность и уровень корпоративного управления компаний нефтехимической промышленности

Класс	Среднее значение		Дисперсия		Количество компаний в группе
	P/E	P/S	P/E	P/S	
B++	7,81	1,58	1,2	0,31	3
B+	6,33	1,34	1,41	0,88	2
B	35,79	3,09			1
C, C+	3,25	0,49			1

Электроэнергетические компании крайне разнородны, здесь выделение предприятий однородных по отраслевой принадлежности не привело к «выравниванию» значений показателей. Здесь сложно проследить какие-либо отраслевые тенденции.

Другие особенности характерны для второго примера (см. табл. 5). Компании этой отрасли более однородны, значения дисперсии здесь существенно меньше. Чем выше качество корпоративного управления, тем более привлекательно предприятие для инвесторов.

Как уже отмечалось выше, анализ проводился на основе различных рейтингов, в том числе рейтинга крупнейших компаний по рыночной стоимости (капитализации). По всей совокупности компа-

ний для каждого уровня корпоративного управления мы рассчитали средний ранг.

Результаты приведены в табл. 6.

Таблица 6

**Уровень корпоративного управления и капитализация компаний**

Группа КУ	Средний ранг по капитализации
A	42 (одна компания)
B++	49,27
B+	80,12
B	96,48
C, C+	97,27

Сводные данные табл. 6 получены в результате объединения информации, содержащейся в двух, составленных независимо друг от друга, рейтинговых таблицах. Таким образом, в каждую группу по уровню корпоративного управления попали компании, занимающие самые разные места в общем рейтинге капитализации. Для устранения эффекта индивидуальных особенностей корпораций мы рассчитали средний ранг по группе. Такая оценка, конечно, является очень условной, но она, на наш взгляд, в некоторой степени отражает общий уровень капитализации предприятий в группе.

Данный рейтинг составляется по абсолютным показателям рыночной стоимости. Здесь прослеживается четкая зависимость между качеством корпоративного управления и величиной капитализации. Чем выше качество управления, тем больше средний уровень рыночной стоимости компании.

Обычно на развитых рынках наиболее важным считается показатель P/E, так как в его основе лежит прибыль, доступная собственникам, из которой им выплачиваются дивиденды. Максимизация прибыли в долгосрочной перспективе традиционно рассматривается в качестве одной из основных целей корпорации. Показатель P/S используется менее широко, так как объемы продаж «дальше» от интересующих собственников дивидендов, чем прибыль.

Так как цели украинских компаний и их менеджмента в общем случае отличаются от целей западных фирм, то мы предположили, что показатель P/S окажется лучшим индикатором мнений инвесторов. В нашем случае, как и предполагалось, динамика по классам рейтинга показателя P/S оказалась более устойчивой, чем показателя P/E. Этот показатель плавно снижается по мере снижения рейтинга, и размах его колебаний значительно меньше.

Электроэнергетические компании крайне разнородны. Выделение предприятий однородных по отраслевой принадлежности не привело к «выравниванию» значений показателей. Здесь сложно проследить какие-либо отраслевые тенденции.

Далее мы рассмотрели распределение компаний по величине показателя P/S внутри классов рейтинга, выделив интервалы его значений (табл. 7).

Таблица 7

**Интервальное распределение компаний по показателю P/S**

Класс	Интервал и доля компаний в интервале, %					Количество компаний
	от 0 до 0,99	от 1,00 до 1,99	от 2,00 до 2,99	от 3,00 до 3,99	больше 4,00	
A	100,0					1
B++	33,3	50,0	0	8,3	8,3	12
B+	68,4	10,5	13,2	7,9	0	38
B	76,2	14,2	0	9,5	0	21
C	100,0					10

Еще раз подчеркнем, что возможности делать содержательные выводы по результатам анализа в существенной степени ограничены имеющейся в нашем распоряжении информацией — так как данные по рейтингу корпоративного управления имеют точечный характер, то у нас нет оснований для проведения анализа динамики, а небольшое число отрейтингованных компаний снижает представительность выборки. С учетом вышеупомянутого, можно отметить следующее:

- по мере снижения рейтинга КУ происходит смещение оценок в меньшую сторону, т. е. инвесторы более согласованно воспринимают

мают снижение рейтинга КУ и более «дружно» оценивают ниже компании по мере снижения рейтинга;

- высокие показатели P/S (более 4) присутствуют только в одном классе рейтинга — В++, т. е. в достаточно высоком;
- чем выше рейтинг КУ компаний, тем ниже доля низких оценок со стороны инвесторов, т. е. внутри классов больше инвесторов готовы больше платить за хорошее корпоративное управление;
- чем ниже рейтинг КУ, тем меньше дифференциация значений показателя P/S внутри класса — т. е. компании с плохим корпоративным управлением воспринимаются инвесторами как общий массив подобных компаний, которые в целом оцениваются достаточно низко.

**Выводы.** Пока большинство украинских компаний не занимаются разработкой системы корпоративного управления, но крупнейшие компании, а также компании, заинтересованные в привлечении инвесторов, активно формируют нормы корпоративного поведения. Мы считаем, что стандарты корпоративного управления будут приниматься, прежде всего, теми предприятиями, которые ориентированы на расширение круга акционеров как за счет привлечения иностранных, так и отечественных инвесторов.

Исследования, проводимые на международных рынках, показывают, что инвесторы готовы платить больше за акции компаний с хорошей системой корпоративного управления.

В условиях украинского рынка, с учетом ограниченности доступной информации, такое утверждение подтверждается не полностью. Проведенный анализ позволяет предположить, что инвесторы более склонны платить меньше за акции компаний с низким уровнем корпоративного управления. Другими словами, если на западных рынках инвесторы готовы приобретать хороший товар по высокой цене, то на отечественном рынке инвесторы склонны покупать не очень качественный товар по дешевой цене, при этом на волне спекулятивного спроса цена может оказаться высокой.

Данная статья представлена в рамках выполнения НИР «Разработка стратегии обновления производственного потенциала в промышленности» (№ ГР 0102 У 001977).

## Литература

1. Гурьев С., Лазарева О., Рачинский А., Цухло С. Спрос на современные стандарты корпоративного управления в частном секторе России // Общество и экономика. – 2002. – № 10–11. – С. 73–85.
2. Захарченко В. И. и др. Системный и экономический анализы хозяйственных решений. – Одесса: ОЮИ НУВД. – 2003. – 80 с.
3. Кумз П., Уотсон М., Кампос К., Ньюэлл Р., Уилсон Г. Цена корпоративного управления // Вестник Mc Kinsey. www.vestkmckinsey.ru
4. ТОП-100. Самые динамичные компании. Рейтинг лучших компаний Украины // Инвест Газета. – 2006. – № 3.
5. Berglof, Erik and Claessens Stijn. Corporate Governance and Enforcement// World Bank Policy Research Working Paper 3409, September 2004.
6. Black, Bernard. The Corporate Governance Behavior and Market Value of Russian Firms. – Emerging Markets Review, 2001, 2. – P. 89–108.
7. La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert Visnyy. Investor Protection and Corporate Valuation// Journal of Finance, 573, 2002. – P. 1147–1180.
8. Klapper, Leora F. and Inessa Love. Corporate Governance, Investor Protection and Performance in Emerging Markets, World Bank/ DECDG, March, 2002.

## Annotation

Paper deals with the analysis of relationship between corporate governance level and market valuation of Ukraine firms. The first part of the paper is devoted to literature review; special emphasis is made on theoretical works and empirical surveys of Ukraine market. Then comes description of data set; two national rating lists were used under research — national rating of corporate governance and list of companies with highest market values. Main calculations and results are described in the third part; they show dependence between market value and corporate governance specific for Russian economic environment.