

На правах рукописи

Старюк Павел Юрьевич

Влияние корпоративного управления на стоимость российских компаний (эмпирический анализ)

Специальность: 08.00.10 – «Финансы, денежное обращение и кредит»

Автореферат

диссертации на соискание ученой степени

кандидата экономических наук

Москва - 2008

Диссертация выполнена в Государственном университете - Высшей школе экономики.

Научный руководитель доктор экономических наук,
профессор
Родионов Иван Иванович

Официальные оппоненты: доктор экономических наук,
профессор
Аксенов Валерий Сергеевич

кандидат экономических наук,
доцент
Алешина Анна Валентиновна

Ведущая организация Финансовая академия при Правительстве
РФ

Защита состоится 9 октября 2008г. в 14 часов на заседании диссертационного совета
Д 212.048.02 в Государственном университете - Высшей школе экономики по адресу 101990,
Москва, ул. Мясницкая, д.20, ауд. 311.

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке Государственного университета –
Высшей школы экономики.

Автореферат разослан « » 2008 г.

Ученый секретарь
диссертационного совета,
д.э.н.

Смирнов С.Н.

Общая характеристика работы

АКТУАЛЬНОСТЬ ИССЛЕДОВАНИЯ. Развитие теории финансов сделало актуальной задачу анализа нефундаментальных факторов, создающих стоимость бизнеса, и изучение влияния различных организационных моделей (моделей корпоративного управления) на эффективность деятельности компании и, соответственно, на ее стоимость. Данная проблематика превратилась в новое направление исследований, имеющее прямой выход на практику. Концепция *стоимостного подхода к управлению (value based management)*, исходящая из задачи максимизации стоимости управляемых активов как главной цели собственников и менеджмента постепенно начинает доминировать в практике управления зарубежными корпорациями. Для российских компаний стоимостной подход также должен стать необходимым инструментом управления, так как национальные компании, пройдя этап консолидации активов, вынуждены перед лицом нарастающей глобальной конкуренции перейти в фазу повышения эффективности моделей управления и создания максимальной стоимости бизнеса.

Необходимо отметить, что отдельным ведущим публичным российским компаниям за счет совершенствования корпоративного управления и повышения прозрачности уже удалось существенным образом повысить свою рыночную капитализацию (например, ТНК-ВР, Лукойл, Северо-Западный Телеком) и привлекательность для ведущих международных портфельных и стратегических инвесторов, продемонстрировав, таким образом, реальную экономическую отдачу от улучшения практики корпоративного управления. Разработка и совершенствование инструментария, который позволил бы собственникам и менеджерам компаний, а также консультантам правильно оценивать и планировать вклад различных факторов в стоимость компании, и адаптация его в управленческую модель, безусловно, представляет высокий научный и практический интерес.

С точки зрения самостоятельного теоретического направления исследований, корпоративное управление как система взаимодействующих механизмов, направленная на регулирование конфликтов интересов между различными участниками корпоративных отношений и создание, таким образом, организационной стоимости бизнеса, остается мало изученным, как в России, так и за рубежом. Такие механизмы корпоративного управления, как совет директоров, система мотивации, институциональная и правовая система, конкуренция и др., требуют дополнительного анализа в части их влияния на стоимость компаний, как в теоретическом, так и в эмпирическом плане.

ОБЪЕКТ И ПРЕДМЕТ ИССЛЕДОВАНИЯ Объектом исследования являются ведущие российские публичные компании, имеющие котировки акций на российском фондовом

рынке и зарубежных площадках в форме ADR/GDR. Предметом исследования выступают а) корпоративное управление как сложная система взаимодействующих внутренних и внешних механизмов и отдельные факторы корпоративного управления; (б) рыночная стоимость (капитализация) российских компаний.

ЦЕЛИ И ЗАДАЧИ ИССЛЕДОВАНИЯ. Основными целями проведенного исследования являются (1) развитие методологии анализа влияния корпоративного управления на стоимость компании; и (2) ее применение к конкретному эмпирическому исследованию взаимосвязи фундаментальных факторов, внутренних и внешних механизмов корпоративного управления и рыночной капитализации российских компаний.

Основные задачи исследования, направленные на достижение поставленных целей:

1. Анализ современных теоретических концепций корпоративного управления;
2. Классификация эмпирических исследований влияния корпоративного управления на эффективность деятельности и стоимость компании;
3. Построение эмпирических моделей для оценки влияния корпоративного управления на рыночную стоимость компаний на российском рынке с использованием расширенной трактовки корпоративного управления.
4. Выявление на основе построенных моделей значимости влияния отдельных механизмов, групп механизмов (в рамках предложенной типологии) и системы корпоративного управления в целом на стоимость компании.
5. Построение инструментария для сравнения влияния механизмов корпоративного управления и фундаментальных факторов на стоимость с целью выявления и оценки эффективности альтернативных стратегий ее увеличения.

ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГИЧЕСКАЯ ОСНОВА ИССЛЕДОВАНИЯ базируется на концепциях и теориях смежных отраслей знания, связанных с проблемами корпоративного управления: теория финансов, институциональная экономика, юриспруденция. В работе применяются принципы междисциплинарного подхода к экономическому анализу (в том числе «Право и экономика», «*Law and economics*»). Для проведения исследования используются прикладные методы эконометрического анализа панельных данных.

ИНФОРМАЦИОННАЯ БАЗА ИССЛЕДОВАНИЯ. В работе использовались информационные базы российских биржевых площадок РТС, ММВБ, база SKRIN, официальные сайты эмитентов, аналитические отчеты и базы данных российских и зарубежных инвестиционных банков Ренессанс Капитал, Тройка Диалог, UFG (Deutsche Bank), Brunswick UBS и др., а также публичные источники, в частности материалы аналитических агентств РБК, Финам и др. Автором собрана база данных для эмпирического исследования выборки из 40 ведущих публичных российских компаний.

СТЕПЕНЬ РАЗРАБОТАННОСТИ ТЕМЫ. Работа опирается на широкий круг российских и международных исследований по проблемам корпоративного управления. Среди авторов, работы которых посвящены теоретическим основам корпоративного управления, необходимо выделить: Рачинский А.А., Радыгин А.Д., Энтов Р.М., Симачев Ю.В., Яковлев А.А., Barca F. M. Becht M., Bhagat S., Black B., Charreaux G., Fama E., Gugler K., Jensen M., Meckling W., La-Porta R., Roe M., Shleifer A., Vishny R., Williamson O., Zingales L., Denis D., Demsetz H., Drobetz W и др.

Анализ широкого круга работ показал, что, несмотря на наличие большого количества исследований: (1) в изучении корпоративного управления и его взаимообусловленности с показателями деятельности компании намечается возникновение принципиально новых подходов и направлений исследования, что отмечено в ряде работ, начиная с Bhagat, Jefferis [2005]; (2) систематизации и методологии исследований посвящено ограниченное количество работ (Roe M., Charreaux G., Gugler, Becht, Bhagat); (3) отдельно необходимо отметить исследования новой волны, ориентированные на изучение взаимосвязей корпоративного управления со стоимостью компании, например, Ranklin, Carletti [2007], Fahlenbrach, Stulz [2007], Laeven, Levine [2007], Black [2007].

НАУЧНАЯ НОВИЗНА ИССЛЕДОВАНИЯ.

Научная новизна диссертационной работы состоит в том, что впервые в отечественной и зарубежной литературе проведен всесторонний анализ проблем взаимообусловленности рыночной стоимости компании, фундаментальных факторов, внутренних и внешних механизмов корпоративного управления с учетом российской специфики.

К основным положениям и результатам работы, претендующим на научную новизну, относятся следующие:

1. Предложена нормативная трактовка корпоративного управления, как системы механизмов, основной задачей которой является максимизация акционерной стоимости компании. Одновременно стоимостной подход к управлению рассматривается необходимым условием высокого качества корпоративного управления.

2. Проведена систематизация основных подходов к эмпирическим исследованиям влияния корпоративного управления на эффективность деятельности и стоимость компаний за рубежом и в России, выделены основные содержательные этапы их эволюции. Выявлены достоинства и недостатки предлагаемых методик исследований.

3. Разработана концепция анализа влияния корпоративного управления на стоимость компании. Выявлены дополнительные институциональные факторы

специфики российской модели корпоративного управления и предложены способы их изучения в эмпирическом исследовании.

4. На базе сформулированного подхода и проведенного эмпирического исследования с построением многофакторной модели на панельных данных, показаны зависимости рыночной стоимости публичных российских компаний от финансовых факторов, внешних и внутренних факторов корпоративного управления. Отдельно проведен анализ влияния факторов со смешанной природой воздействия на стоимость компании.

5. Оценен потенциал роста капитализации российских компаний, в том числе за счет совершенствования внутренней практики корпоративного управления, улучшения институциональной среды и повышения качества внешних механизмов корпоративного управления.

6. Проведен дополнительный анализ влияния следующих факторов на зависимость между качеством корпоративного управления и стоимостью российских компаний: (а) отраслевой специфики; (б) типов и форм собственности и контроля; (в) ликвидности; (г) специфичности политической среды и политических рисков для отдельных категорий компаний;

ПРАКТИЧЕСКАЯ ЗНАЧИМОСТЬ. Практическая значимость работы состоит в возможности применения предложенной методики и полученных моделей зависимостей рыночной капитализации от фундаментальных факторов и различных факторов корпоративного управления в следующих сферах корпоративных финансов:

- Подготовка отчетов по ретроспективному анализу факторов, повлиявших на изменение рыночной капитализации компании;
- Стратегическое планирование и управление стоимостью компании по целевым показателям качества корпоративного управления и фундаментальным факторам, а также оценка эффективности альтернативных стратегий управления стоимостью;
- Разработка рекомендаций по улучшению внутренней практики корпоративного управления в компании и оценка возможного влияния различных мероприятий в данной области на рыночную капитализацию;
- Проведение корректирующих оценок стоимости компаний при сделках M&A, когда происходит существенное изменение, как фундаментальных параметров новой компании, так и структуры и рисков, связанных с корпоративным управлением;
- Разработка системы специализированных рейтингов корпоративного управления для использования в управлении стоимостью компании.

АПРОБАЦИЯ РЕЗУЛЬТАТОВ ИССЛЕДОВАНИЯ. Основные результаты работы изложены автором в докладах, на круглых столах и конференциях молодых ученых в ГУ-ВШЭ (2003-2006гг.), всероссийских конференциях «Управление корпоративными финансами» (2004-2006гг.), а также бизнес конференциях (Moscow times, 2004г., Ведомости 2005г., Российский институт директоров (РИД), 2006г. и др.), посвященных проблемам корпоративных финансов и корпоративного управления, всего более 10 выступлений. Практические результаты диссертационного исследования апробированы для компаний ОАО «Северо-Западный Телеком» (компания открытого типа) и ООО «Бауцентр Рус» (компания закрытого типа), для которых были разработаны факторные модели стоимости. Дополнительную апробацию работа получила в Российском институте директоров (РИД) для подготовки обучающих и консультационных программ по корпоративному управлению. Результаты исследования использовались в учебных курсах «Проектное финансирование» и «Венчурный капитал» ГУ-ВШЭ, а также в деятельности Лаборатории корпоративных финансов ГУ-ВШЭ и организованных лабораторией круглых столах и конференциях (2006-2007гг.). Основные положения диссертационного исследования нашли свое отражение в научных работах автора, общим объемом более 4 п.л.

Объем и структура работы: диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, библиографии (305 источников). Объем диссертации составляет 184 стр.

ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ ДИССЕРТАЦИИ

Во введении обосновывается актуальность темы диссертации, формулируются цели и задачи исследования, описывается степень проработанности тематики и теоретическая база исследования, раскрываются научная новизна и практическая значимость диссертации.

В первой главе описываются ключевые концептуальные вопросы и понятия корпоративного управления (далее КУ), перечисляются его основные участники (акционеры, менеджеры, совет директоров, стейкхолдеры) и приводятся их ключевые характеристики (роль, ключевые интересы, способы извлечения экономической выгоды из корпоративных отношений, мотивация и др.). С помощью инструментария институциональной экономической теории раскрывается природа проблем КУ и приводится классификация рисков КУ, с помощью инструментария теории финансов формулируется постановка проблемы изучения КУ как важного самостоятельного фактора стоимости и показываются механизмы влияния КУ на стоимость компании.

КУ представляет собой самостоятельный источник рисков для владельцев собственного капитала компании и воздействует на стоимость компании через два основных канала. Оказывая влияние на свободный денежный поток (учет рисков в денежном потоке), или на

стоимость капитала компании (учет рисков в дисконт факторе при теоретической оценке стоимости), КУ влияет как на внутреннюю, потенциальную (*intrinsic value*), так и на фактическую стоимость компании. Проблема разделения прав собственности и контроля выступает базовой теорией для объяснения природы КУ. Развитие публичных корпораций обусловлено специализацией в предоставлении капитала (акционеры и кредиторы) и специализацией в управлении (менеджеры). Таким образом, разделение владения и управления ресурсами создает риски недобросовестного поведения управляющих ресурсами по отношению к их владельцам. Основные выгоды разделения заключаются в специализации и разделении рисков. Основные издержки разделения связаны с рисками оппортунистического поведения менеджеров, расходами на мониторинг менеджеров и несовершенством мотивационных механизмов. КУ представляет собой классическую дилемму «принципал-агент» в сфере корпоративных отношений, где принципалами выступают собственники, а агентами - акционеры, и может анализироваться с использованием инструментария теории экономических институтов. Делается вывод о том, что по причине многосубъектности взаимодействующих экономических агентов, в случае КУ-я проблема «принципал-агент» приобретает более сложный характер, так как количество сторон и количество типов конфликтов не бинарное, что существенно усложняет формализацию анализа корпоративных отношений. Последнее приводит к преобладанию (а) анализа влияния частных механизмов и эффектов КУ, нежели целостной системы; (б) применению эмпирических подходов к изучению КУ, а не формальных моделей.

В работе предлагается определить КУ как *комплексную систему внутренних и внешних механизмов, находящихся в отношениях взаимозаменяемости и комплиментарности, которая направлена на оптимизацию структуры корпоративных агентских отношений с целью осуществления справедливого баланса интересов различных владельцев капитала, эффективного инвестиционного процесса и максимально возможной реализации потенциала роста стоимости компании*. Предложенное определение используется для формирования структуры второй главы, описывающей теоретические и выявленные эмпирически эффекты влияния отдельных компонентов системы КУ на показатели эффективности деятельности и стоимость компании, а также в качестве методологической основы эмпирического исследования по российским компаниям, описанного в третьей главе.

Классификация рисков КУ проводится по трем основным критериям (1) субъектность риска; (2) характер возникающих потерь; (3) источник происхождения рисков. Согласно первому критерию риски КУ можно разделить на те, которые несут его различные участники: акционеры, менеджеры, кредиторы и другие категории стейкхолдеров.

Учитывая тот факт, что акционеры являются единственными субъектами в корпоративных отношениях, которые заключают *контракты с остаточными правами на денежные потоки компании*, в работе КУ рассматривается исключительно как система механизмов, направленная на максимизацию стоимости бизнеса для акционеров¹. Согласно второму критерию риски КУ делятся на (а) риски, связанные с потерей потенциальной стоимости актива для акционеров (потери в дивидендах и в стоимости акций); (б) риски, связанные с частичной или полной потерей прав собственности на активы. Согласно третьему критерию риски корпоративного управления делятся на внутренние (несистемные) и внешние (системные). Внутренние (несистемные) риски управляемы за счет внутрикорпоративных механизмов КУ. Внешние риски (системные) слабо управляемы внутрикорпоративными механизмами КУ. Механизмом управления внешними рисками КУ является лоббирование изменений институциональной и политической среды, а также спрос агентов на институты в области КУ.

Во второй главе (а) проводится классификация основных содержательных стадий эволюции исследований влияния КУ на показатели деятельности (*performance*) и стоимость компании; (б) описывается влияние основных внутренних и внешних механизмов КУ на эффективность деятельности / стоимость компании с теоретической точки зрения – как индивидуальные эффекты, так и во взаимодействии с другими механизмами; (в) анализируются результаты основных эмпирических исследований по соответствующим теоретическим эффектам; (г) предлагается подход к анализу влияния КУ как целостной системы и его отдельных механизмов на стоимость компании.

В работе предлагается классификация основных содержательных этапов эволюции исследований в области КУ. На основе проведенного анализа исследований выделяются четыре основных этапа их эволюции. ***Первый этап***, - исследования, посвященные анализу эффективности различных структур и форм собственности. Начиная с пилотной работы в области КУ, Berle, Means [1932], и вплоть до начала 80-х гг., подавляющее большинство исследований посвящено именно влиянию структуры собственности. Данный механизм КУ вплоть до сегодняшнего дня остается наиболее изученным как в теоретическом, так и в эмпирическом плане. Однако, несмотря на ряд обнаруженных закономерностей, в научном сообществе, впрочем, как и в практическом мире бизнеса, не сформировалось окончательного признания эффективности той или иной структуры собственности. Последнее вызвало необходимость признания того, что структура собственности не является единственным и достаточным для обеспечения максимально возможной эффективности /

¹ Презюмируется нормативный подход, рассматривающий максимизацию стоимости компании, как главную задачу эффективных собственников.

стоимости механизмом КУ и обусловило переход к новому этапу исследований, связанных с анализом влияния других механизмов. **Второй этап**² – исследования влияния отдельных механизмов корпоративного управления. Большинство работ данной серии посвящено анализу: (а) рынка корпоративного контроля; (б) совета директоров; (в) систем мотивации; (г) роли стейкхолдеров. Результаты и выводы выявленных моделей существенно расходятся и сильно чувствительны к предпосылкам, выбранным объясняющим переменным, спецификации моделей и др. Таким образом, индивидуальный анализ отдельных механизмов, привел к существенным методологическим проблемам в исследованиях. **Третий этап**³ – признание институциональной системы как фундаментально важного внешнего механизма (фактора) КУ и исследование правовой системы, как механизма КУ. Введение в анализ экономических институтов, как внешнего механизма КУ, защищающего права владельцев капитала, расширило представления о понятии КУ и его компонентах. **Четвертый этап**⁴ – комплексные исследования. В большинстве немногочисленных работ нового этапа исследований используется агрегирование влияния внутренних механизмов через переменную рейтинга КУ, в то же время часто упускается влияние внешних механизмов.

Далее рассматриваются теоретические эффекты и эмпирические исследования основных внутренних и внешних механизмов КУ.

Основными внутренними механизмами КУ являются: (а) структура собственности; (б) совет директоров; (в) система принятия решений; (г) система мотивации и мониторинга; (д) структура кредиторов;

Структура собственности (прямой мониторинг). Основными факторами, определяющими влияние структуры собственности на показатели эффективности и стоимость компании с точки зрения КУ, являются: (а) концентрация прав собственности; (б) концентрация прав голоса; (в) тип собственника (банки, институциональные инвесторы, государство, иностранные акционеры и др.); (г) тип структуры собственности (пирамиды, перекрестное владение, группы); (д) ликвидность, специфичность инвестиций (отраслевой фактор). Основным преимуществом концентрированной собственности выступает возможность прямого мониторинга менеджеров. Основными преимуществами распыленной собственности выступают: (а) высокая ликвидность собственного капитала; (б) возможность

² Работы, начиная 1980-х гг., например Fama [1980], Williamson [1985], Morck, Shleifer и Vishny [1990], Copeland, Koller и Murrin [1996], Gugler [2001], Becht, Bolton и Röell [2002], Jensen, Murphy и Wruck [2004], Bolton, Scheinkman и Xiong [2005].

³ Работы Roe M. [1990, 1991, 1994, 2002], La Porta [1997, 1999, 2000, 2002].

⁴ Работы, начиная с начала 2000-х гг., например Black [2001, 2007], Klapper и Love [2002], Durnev и Kim [2002], Drobetz, Schillhofer и Zimmermann [2003].

диверсификации капитала (разделение рисков между участниками); (в) как следствие относительно более низкая стоимость капитала. Обобщая многочисленные эмпирические исследования, можно сделать вывод о том, что в определенных пределах (разные исследования дают разные оценки) рост концентрации собственности оказывает позитивное влияние на стоимость компании. Тем не менее, данный вывод носит лишь общий характер и может изменяться в зависимости от различных комбинаций других факторов (концентрация прав голоса, тип собственника, и т.д.), а также других механизмов КУ. Необходимо учитывать эти факторы в эмпирических исследованиях, для более корректных оценок, что обычно не делалось.

Совет директоров (далее СД) с теоретической точки зрения является агентом акционеров в защите их интересов перед менеджерами. Эффективная работа СД позволяет снизить асимметрию информации, снизить транзакционные издержки решения конфликта «акционеры-менеджеры», извлечь выгоды из специализации в разделении стратегического и операционного управления. Основными факторами, определяющими эффективность работы СД, являются: (а) юридическая структура (одноуровневая / двухуровневая); (б) рабочая структура (комитеты); (в) независимость членов СД; вознаграждение и мотивация членов СД; (г) меры юридической ответственности (гражданская / уголовная) членов СД в рамках действующей правовой системы.

Система принятия корпоративных решений определяет комплекс процедур, посредством которых компетенции по принятию различных решений распределяются между органами управления разного уровня (общее собрание, совет директоров, менеджмент). Данная система играет важную роль, определяя возможность и стоимость осуществления акционерами своих прав на участие в управлении компанией через общее собрание и прямой мониторинг менеджеров. Наибольшую важность в данном контексте имеет законодательное регулирование и внутрикорпоративная практика построения отношений с акционерами, в особенности: информационное обеспечение, порядок проведения и подготовки общих собраний, возможности голосования по доверенности и т.д. Основные эмпирические исследования данного механизма посвящены оценке влияния дивергенции между правами собственности и правами голоса (существование акций с преимущественными правами, ограничение прав, голосование по доверенности) и выявили негативное воздействие на стоимость компаний сильной дивергенции.

Система мониторинга эффективности деятельности менеджмента и совета директоров. Основной целью системы мотивации (вознаграждения / санкции) менеджеров/членов совета директоров с точки зрения КУ, является совмещение интересов последних с интересами акционеров путем привязки вознаграждения управленцев к

реальным показателям, в росте которых прямо заинтересованы собственники (курс акций, прибыль и др.). Основные эмпирические исследования показывают, что в течение последних десятилетий наблюдается ярко выраженная тенденция неадекватного роста вознаграждения менеджеров по сравнению с показателями эффективности деятельности/стоимости компаний. Таким образом, существующие в действующей практике КУ механизмы мотивации не выполняют полноценно свои функции. Более того, данные механизмы несут значимые риски с точки зрения КУ (в большей степени это касается опционных схем), что подтвердил ряд громких банкротств (Enron, и др.).

Структура кредиторов компании. Под структурой кредиторов понимается структура заемного капитала компании с точки зрения его концентрации и типов кредиторов. Эффективность делегирования акционерами прямого мониторинга профессиональным финансовым учреждениям (например, банкам) через их избрание в советы директоров / выдачу доверенностей на голосование на общем собрании зависит от (а) концентрации прав на долговой капитал компании; (б) типа кредиторов; (в) соотношения собственного и долгового капитала. Допуск кредиторов в органы управления может с точки зрения КУ иметь позитивное влияние, однако, в то же время, может привести к обострению конфликта интересов у кредитора, владеющего одновременно пакетом акций компании⁵.

Основными внешними механизмами КУ являются: (а) система банкротства; (б) рынок корпоративного контроля; (в) конкуренция; (г) внешний аудит; (д) институциональная система.

Система банкротства осуществляет трансферт корпоративного контроля от акционеров (фактически от менеджеров) к кредиторам, которые имеют преимущественные права требования по сравнению с акционерами, в случае если компания испытывает существенные финансовые затруднения. Система банкротства, с одной стороны, влияет на риски кредиторов как стейкхолдеров компании а, с другой стороны - на риски акционеров, которые заинтересованы в сохранении синергетической стоимости компании, и чьи интересы расходятся с интересами кредиторов, имеющих фиксированные права на денежные потоки (*not open ended contracts*).

Рынок корпоративного контроля. В работе, в рамках рассмотрения данного механизма, акцент в анализе делается на враждебные поглощения, один из типов операций на рынке корпоративного контроля. С теоретической точки зрения неэффективность враждебных поглощений как механизма КУ, дисциплинирующего менеджмент, обусловлена

⁵ С одной стороны, обладая специальными профессиональными знаниями, кредиторы могут более эффективно контролировать менеджеров и управлять рисками. С другой стороны, они могут вести себя оппортунистически, завышая стоимость долгового финансирования для компании через лоббирование своих интересов именно как кредиторов, участвуя в органах управления и, таким образом, снижая благосостояние акционеров.

следующими факторами: (а) проблема «free-rider» у акционеров компании цели, что существенно удорожает сделку; (б) конкуренция агрессоров; (в) существование у менеджеров мощных инструментов защиты; (г) неопределенность и большие расходы на интеграцию компаний. Основные эмпирические исследования показывают, что: (а) в результате враждебных поглощений существенно выигрывают акционеры компании цели; (б) акционеры компании агрессора проигрывают; (в) менеджеры получают широкое поле для оппортунизма и используют враждебные поглощения для раздувания подконтрольных активов, а не с целью роста эффективности; (г) законодательные возможности использования защитных инструментов снижают дисциплинирующую эффективность враждебных поглощений.

Конкуренция на сопряженных рынках. Высокая конкуренция на сопряженных рынках (рынок труда, рынок конечной продукции и др.) может выступать значимым внешним механизмом КУ, существенно сужая поля для дискреционного поведения менеджеров.

Внешний аудит⁶. С теоретической точки зрения внешний аудит позволяет снизить транзакционные издержки решения агентских конфликтов за счет уменьшения асимметрии информации и снижения издержек измерения. Центральной проблемой данного механизма КУ является независимость внешних аудиторов от менеджмента компании. Данный механизм не изучен эмпирически.

Правовая система важный механизм КУ, который может в определенной степени компенсировать слабость внутренних механизмов, обеспечивая сильные юридические инструменты защиты прав инвесторов. Эффективность правовой системы с точки зрения КУ определяется эффективностью следующих основных элементов: (а) законы и нормы, регулирующие корпоративные отношения; (б) баланс гражданской и уголовной ответственности; (в) механизмы «enforcement» и инструменты, облегчающие инвесторам использование судебного механизма для защиты своих прав (возможность подачи коллективных исков). Эмпирические исследования данного механизма показали, что способность правовых систем эффективно защищать права инвесторов оказывает существенное положительное системное влияние на эффективность деятельности и стоимость компаний, работающих в соответствующих юрисдикциях.

Третья глава посвящена эмпирическому анализу влияния КУ, как целостной системы, и его отдельных механизмов/ групп механизмов на рыночную стоимость (рыночную капитализацию) российских компаний. Система КУ представляет собой комплекс внутренних и внешних механизмов, которые находятся в отношениях комплиментарности и

⁶ *Внешний аудит* можно отнести как к внутренним, так и к внешним механизмам КУ. Мы классифицируем его как внешний механизм, так как (а) существует законодательное регулирование и требования к внешнему аудиту; (б) данный механизм осуществляется внешними по отношению к компании субъектами;

взаимозаменяемости. Действие каждого механизма может нести различные и разнонаправленные эффекты на стоимость компании, которые в настоящее время недостаточно изучены, как в теоретическом, так и эмпирическом плане. Ряд механизмов, таких, например как внешний аудит, правовая система долгое время игнорировался в анализе КУ. Исследователи обычно ограничивались рассмотрением узкого круга отдельных механизмов КУ, наиболее изученным из которых является структура собственности. Основными методологическими проблемами исследований в области КУ являются: (а) неправильная спецификация моделей; (б) выбор неадекватных прокси переменных; (в) упущенные переменные и пр. Для более полного эмпирического анализа влияния КУ необходимо как проведение комплексных исследований для выявления различных каналов создания стоимости компании через КУ, так и анализ индивидуальных эффектов с использованием прокси переменных, опосредующих влияние отдельных механизмов КУ. В начале главы рассматриваются основные характеристики системы КУ в России, анализ специфики которых необходим для проведения эмпирического исследования.

Внутренние механизмы КУ в России можно охарактеризовать следующим образом. *Структура собственности в российских компаниях* является высоко концентрированной, непрозрачной, инсайдерской⁷. Ключевым внутренним конфликтом в российской модели КУ является конфликт между доминирующими акционерами – инсайдерами и миноритарными акционерами. Работа *советов директоров* в большинстве российских компаний не соответствует международным стандартам КУ. В большинстве случаев СД представляют интересы доминирующих акционеров/менеджеров, пренебрегая интересами миноритарных акционеров и часто выступая инструментом нарушения их прав. Что касается *системы принятия решений* и *системы мотивации* менеджеров и членов совета директоров в последние 5-7 лет данные механизмы совершенствуются, но все еще отстают от международных стандартов.

Основной проблемой эффективности *внутреннего и внешнего аудита* российских компаний является отсутствие в их советах директоров комитетов по аудиту, состоящих из независимых директоров. Заменяющие в большинстве российских компаний данные комитеты ревизионные комиссии часто полностью подконтрольны менеджменту/доминирующим акционерам.

Внешние механизмы КУ в России можно охарактеризовать следующим образом. Рынок *корпоративного контроля* в России плохо организован, не является зрелым, не выполняет дисциплинирующие функции с точки зрения КУ, часто выступает механизмом враждебного

⁷ В большинстве российских компаний действует формула «менеджеры = собственники», то есть реальный контроль и операционное управление осуществляют сами собственники.

отъема собственности. Основной проблемой *российской правовой системы с точки зрения КУ* является неэффективная и коррумпированная система правоприменения (*enforcement*), что существенно снижает эффективность достаточно неплохих законодательных норм правовой защиты миноритарных акционеров.

Также для системы КУ в России характерно значимое влияние *политических факторов*. Эволюция отношений бизнеса и власти в России оказывает существенное влияние на формирование национальной системы КУ. Отсутствие жестких законодательных гарантий прав собственности на активы, полученные в процессе приватизации, сужают горизонты бизнес – планирования и существенно искажают экономические стимулы собственников российских компаний. Наибольший политический риск традиционно ощущали на себе собственники российских нефтяных компаний.

Исходя из институционального анализа системы КУ в России, в работе формулируется и проверяется гипотеза о том что, ***недостаточно высокое качество внутренних и внешних механизмов корпоративного управления в российской модели обуславливает готовность инвесторов платить высокие премии на акции компаний, придерживающихся высоких стандартов корпоративного управления.***

Далее в главе описывается методология и основные результаты эмпирического исследования⁸ на выборке из ведущих публичных российских компаний⁹. В качестве зависимой (объясняемой) переменной используется рыночная капитализация. В качестве независимых (объясняющих) переменных используются три группы переменных: (1) ***переменные, описывающие фундаментальные факторы стоимости;*** (2) ***переменные, описывающие внутренние механизмы корпоративного управления;*** (3) ***переменные, описывающие внешние механизмы корпоративного управления.***

В первую группу показателей входят следующие подгруппы факторов. ***Показатели выручки:*** (а) по российским и международным стандартам отчетности; (б) квартальные данные и данные в режиме плавающего года¹⁰; (в) темпы роста выручки; (г) лаговые переменные по выручке¹¹. ***Показатели рентабельности:*** (а) рентабельность компании до выплаты процентов и налогов без учета расходов на амортизацию (ЕБИТДА); (б) операционная рентабельность, (ЕБИТ); (в) чистая рентабельность; (г) рентабельность на

⁸ В исследовании используются квартальные данные за 12 базовых периодов 2001-2003гг. Выбор периода исследования обусловлен наличием необходимых данных по рейтингам КУ, применимых для эмпирического анализа.

⁹ В выборку вошли 40 компаний, суммарная капитализация которых составляла более 80% общей рыночной стоимости публичных российских компаний.

¹⁰ Сумма выручки за текущий квартал и три предшествующих квартала – позволяет избежать эффекта сезонных колебаний квартальной выручки в разных отраслях.

¹¹ В связи с характерной задержкой публикации отчетности по МСФО, отдельно анализируется влияние с лагом один и два квартала.

инвестированный капитал; **Показатели дивидендных выплат:** (а) дамми переменная выплаты дивидендов по привилегированным акциям; (б) дивидендная доходность по обыкновенным акциям; (в) величина дивидендов на одну обыкновенную акцию. **Отраслевые факторы (дамми) принадлежности:** (а) к нефтегазовой отрасли; (б) к электроэнергетике; (в) к телекоммуникациям;

Во вторую группу показателей входят следующие подгруппы факторов. **Переменные, описывающие структуру собственности и контроля для следующих категорий**¹²: (а) государство; (б) частные стратегические акционеры; (в) менеджмент, не являющийся стратегическим акционером; (г) иностранные стратегические акционеры; (д) собственность в форме ADR/GDR¹³; (е) прокси типов контроля¹⁴; **Переменные, описывающие другие внутренние механизмы КУ.** Для учета в анализе влияния основных внутренних механизмов КУ используется CORE рейтинг корпоративного управления российских компаний¹⁵. **Показатели ликвидности и фри-флоата:** (а) средний объем торгов акций за базовый период; (б) показатели фри-флоата; (в) относительная ликвидность¹⁶;

В третью группу переменных входят следующие подгруппы факторов. **Переменные, описывающие институциональную и политическую среду:** (а) переменная с инертным (долгосрочным) влиянием институциональной среды (Индекс коррупции CPI, Transparency International); (б) переменная с гибким (краткосрочным) влиянием институциональной среды и макроэкономических факторов (Индекс РТС). **Переменная, описывающая специфический политический риск**¹⁷. **Переменные, описывающие степень конкуренции на локальных и глобальных рынках:** (а) конкуренция на международных рынках; (б) конкуренция на локальных рынках. Для проверки гипотез исследования строятся линейные регрессии зависимости капитализации от вышеобозначенных факторов на панельных данных. Необходимо отметить, что в результате регрессионного анализа выявлено эффективное множество моделей, статистически качественно описывающих взаимосвязь

¹² Данная группа переменных описывает (а) долю владения, принадлежащую различным категориям собственников; (б) долю мест, занимаемых данными категориями в советах директоров; (в) факт наличия блокирующей (более 25%) или контрольной (более 50%) доли в капитале или совете директоров.

¹³ Используются переменные, описывающие долю акций, находящихся в обращении в форме ADR / GDR, а также дамми переменные факта наличия программы ADR/GDR и превышения обращающихся в данной форме акций порогов 10% и 20%, а также факт обращения в объеме менее 5%.

¹⁴ Используется дамми переменные принадлежности компаний выборки к одному из трех типов контроля: (а) чистый контроль государства; (б) чистый контроль частного стратегического акционера; (в) смешанный контроль государства и частного стратегического акционера.

¹⁵ Рейтинг включает оценку основных внутренних механизмов КУ: (а) работа совета директоров; (б) качество систем мотивации и принятия решений; (в) внутренний и внешний аудит; (г) прозрачность; (д) практика работы с миноритарными акционерами;

¹⁶ Средний объем торгов акций компании, приходящихся на 1% фри-флоата акций, свободно обращающихся на российском рынке.

¹⁷ Для специфического политического риска используется дамми переменная Politica, присваивающая значение «1» частным нефтяным компаниям выборки, за исключением ОАО «Лукойл», где существенно влияние на период анализа сохраняло государство.

фундаментальных факторов и факторов КУ со стоимостью. Данные модели показывают устойчивую значимость определенных факторов с альтернативной спецификацией прокси¹⁸. В **Таблице 1** приводятся статистические характеристики основной объясняющей модели¹⁹.

Таблица 1 Результаты конечной регрессии для модели с влиянием выручки по российским стандартам, конкуренцией, государственной собственностью и инертной институциональной средой.

R-sq: within = 0.7096				
R-sq: between = 0.9825				
R-sq: overall = 0.9231				
Капитализация	Значение коэффициента	P Value / (z)	Доверительный интервал 95%	
			Min	max
cgrating	1.22e+08	0.000 / (3.691)	5.72e+07	1.87e+08
cpi	3.22e+09	0.000 / (4.464)	1.81e+09	4.64e+09
salerasy	1095962	0.000 / (18.245)	978225.4	1213699
intercom	6.53e+09	0.001 / (3.450)	2.82e+09	1.02e+10
localcom	-6.90e+09	0.000 / (-3.709)	-1.06e+10	-3.26e+09
politica	5.30e+09	0.000 / (5.010)	3.23e+09	7.37e+09
lperf	326125.8	0.000 / (5.643)	212846.6	439405
adr	1.00e+10	0.000 / (4.107)	5.24e+09	1.48e+10
divcy	1.74e+10	0.000 / (13.840)	1.49e+10	1.99e+10
statebc	-2.79e+09	0.000 / (-2.510)	-4.96e+09	-6.10e+08
cons	-1.50e+10	0.000 (-6.855)	-1.93e+10	-1.07e+10

В **Таблице 2** приводятся другие устойчиво значимые прокси переменные в альтернативных спецификациях основной объясняющей модели.

Таблица 2 Значимость альтернативных переменных в спецификациях основной объясняющей модели*

Капитализация	Значение коэффициента	P Value	Доверительный интервал 95%	
			Min	max
stateo	-5.42e+09 / -4.81e+09	0.019 / 0.037	-9.94e+09	-2.81e+08
statebo	-1.88e+09 / -1.76e+09	0.069 / 0.087	-3.91e+09	2.58e+08
liquidit	2991312 / 2583202	0.000 / 0.000	1736793	3884492
freeliq	1.10e+10 / 9.81e+09	0.002 / 0.000	3.72e+09	1.71e+10
freefl	9.55e+09 / 1.08e+10	0.001 / 0.000	3.83e+09	1.65e+10
ADR10	3.20e+09 / 3.41e+09	0.000 / 0.000	1.77e+09	4.83e+09
ADR20	1.56e+09 / 1.57e+09	0.021 / 0.019	2.38e+08	2.89e+09
ADR0	-2.85e+09 / -3.02e+09	0.000 / 0.000	-4.54e+09	-1.32e+09

* Через «/» даются статистики переменных в моделях с долгосрочным и краткосрочным влиянием институциональной среды (CPI / RTS – соответственно).

¹⁸ Например, при подстановке различных прокси выручки, ликвидности и др. факторов устойчиво значимыми в альтернативных спецификациях оказываются несколько прокси, описывающие один и тот же фактор.

¹⁹ В данной модели CPI и RTS заменяют объясняющую силу друг друга, иными словами при замене CPI на RTS конечная объясняющая регрессия не меняется, равно как и ее статистические характеристики.

В результате эмпирического анализа можно сделать следующие основные выводы.

Для публичных российских компаний выявлен чистый среднерыночный мультипликатор Капитализация / Выручка (MCap/Sales), который наиболее объективно оценивают модели с годовой выручкой по МСФО. Полученная оценка 0,85 свидетельствует о низкой степени капитализованности российских компаний по сравнению с зарубежными аналогами. Подтвердилась гипотеза о том, что публикация отчетности по МСФО является важнейшим сигналом с точки зрения качества КУ, и выручка по МСФО обладает дополнительной нагрузкой, так как помимо фундаментальной финансовой информации дает акционерам и инвесторам дополнительную информацию об объективности количественной составляющей, т.е. величины денежного потока. Смешанная модель со значимыми переменными выручки по российским стандартам и выручки по МСФО с лагом публикации в 2 квартала²⁰ показывает, что инвесторы реагировали в текущем периоде на российские показатели отчетности и корректировали свои оценки и действия по покупке акций при публикации промежуточной международной отчетности за прошедшие периоды.

Не отвергается гипотеза о том, что размер выплаты дивидендов по обыкновенным акциям оказывает положительное влияние на стоимость российских компаний²¹.

Выплата дивидендов является важным сигналом высокого качества КУ и защиты прав миноритарных акционеров. В то же время при небольших нормах выплаты дивидендов не наступает отрицательного эффекта, связанного с недоинвестированием собственного капитала. Не отвергается гипотеза о том, что ***качество внутренних механизмов корпоративного управления (cgrating)*** оказывает положительное влияние на рыночную стоимость российских компаний. Дополнительно было выявлено, что внутренние механизмы КУ влияют на рыночную капитализацию компании через канал воздействия на ставку дисконта при оценке справедливой стоимости, тогда как влияние на свободный денежный поток статистически не подтверждено²².

Гипотезы о наличии фундаментальной привлекательности и дисциплинирующего воздействия специфичности активов в отдельных отраслях отвергаются.

Не отвергается гипотеза о том, что собственность и контроль государства оказывают негативное с точки зрения корпоративного управления воздействие на рыночную стоимость российских компаний. Прокси переменные: (а) *statebc* (доля государства в совете директоров); (б) *stateo* (доля государства в собственном капитале

²⁰ В автореферате опускаются соответствующие статистические данные полученной регрессии, которые можно найти в основном тексте диссертации.

²¹ Дивидендные выплаты, как и ликвидность, имеют смешанную природу влияния на стоимость компании, связанную как с корпоративным управлением, так и с классическими финансовыми эффектами.

²² Данная гипотеза проверяется отдельным регрессионным анализом взаимосвязи производных показателей от величины свободного денежного потока (FCF), EBITDA, EBIT, чистая прибыль, и рейтинга КУ.

компаниями); (в) *statebo* (наличие блокирующего пакета государства в капитале), высоко значимы. Таким образом, как собственность, так и контроль, государства в крупных публичных российских компаниях неэффективны. Однако важно отметить, что **наибольший индивидуальный отрицательный эффект выявлен при наличии у государства блокирующего пакета/блокирующей доли в совете директоров.** Переменные, описывающие наличие факта чистого контроля государства не значимы. Иными словами государство не эффективно как собственник/контролер в тех компаниях, где оно не имеет полного контроля, но, в то же время, имеет блокирующий контроль, что мешает частным стратегическим акционерам полноценно использовать эффективный прямой мониторинг. Данный вывод подтверждается также через анализ мультипликаторов стоимости. В среднем соотношение Капитализация / Выручка ($MCap/Sales$) у компаний с блокирующим участием государства было на 20% ниже аналогичного среднерыночного показателя, т.е. такие компании оценивались при прочих равных ниже на единицу денежного потока.

Переменные, описывающие собственность и контроль частных стратегических акционеров не значимы. **Отвергается гипотеза о наличии эффективности прямого мониторинга частных стратегических акционеров в российской практике КУ.**

Мотивационные механизмы поощрения менеджмента и сотрудников акциями не являются эффективным механизмом КУ в российских публичных компаниях. Объясняющие переменные, описывающие долю акций, принадлежащую менеджменту не значимы. Также, отвергается гипотеза о наличии положительного влияния на рыночную стоимость присутствия в капитале иностранных стратегических акционеров.

Не отвергается гипотеза о том, что наличие существенной доли акций, обращающихся в форме ADR, оказывает позитивное воздействие на стоимость российских компаний. Дамми переменная наличия ADR не значима, в связи с чем, делается вывод о том, что доля акций, обращающихся в форме расписок, имеет более весомое значение, чем наличие факта обращения расписок. Также **не отвергаются гипотезы о существовании порогов эффективности выпуска депозитарных и глобальных расписок.** Соответствующие объясняющие переменные $adr10$, $adr20$, $adr0$ высоко значимы. Если у компании свыше 10% акций обращается в форме ADR, в среднем это создает дополнительную стоимость. При превышении порога обращения в 20% возникает более высокий дополнительный положительный эффект. Таким образом, фундаментальные свойства ликвидности и эффективный внешний мониторинг рынка за счет действия механизма «голосования ногами» создают высокую добавленную стоимость компании. **В то же время, в случае, если компания имеет программу ADR с фри-флотом меньше 5%, возникает отрицательный эффект разрушения стоимости (соответствующая**

переменная значима с отрицательным знаком). Высокие фиксированные издержки размещения и обслуживания обращения ADR в сочетании с отсутствием реального привлечения значимого капитала, а также недейственность дисциплинирующего механизма «голосования ногами», разрушают стоимость компании при небольших объемах размещения и дальнейшего обращения ADR. В то же время, наращивание программы ADR и выход на эффективные пороги улучшает структуру собственности и КУ, что ведет к созданию стоимости и перекрывает стартовый негативный эффект.

Не отрицается гипотеза о том, что увеличение ликвидности акций, как в плане объема торгов, так и в плане объема акций, свободно обращающихся на рынке, оказывает положительное воздействие на капитализацию российских компаний. Анализируемые показатели фри-флоата (FreeFl, FreeLiq, FreeRus) в объясняющих регрессиях значимы. Одновременно обнаружено более значимое и весомое влияние *ликвидного фри-флоата* (FreeLiq, акции, свободно обращающиеся на российском и западных фондовых рынках), увеличение которого на 1% может в среднем приводить к росту капитализации в рамках доверительного интервала USD70-100млн. В то же время аналогичный доверительный интервал для полного фри-флоата²³ составляет USD50-80млн. ***Это свидетельствует о том, что механизм рыночного контроля через продажу акций более эффективен, чем механизм инсайдерского «голосования ногами» акциями сотрудников.*** Можно предположить, что публичные рыночные сделки имеют более значимый эффект, тогда как продажа акций сотрудниками и скупка у сотрудников обычно достаточно информационно закрытые сделки²⁴.

Не отвергается гипотеза о том, что конкуренция на глобальных рынках оказывает позитивное влияние на рыночную капитализацию российских компаний. Соответствующая прокси переменная (intercom) высоко значима. В отличие от локальных рынков (прокси переменная localcom), на глобальных рынках дисциплинирующий эффект²⁵ доминирует над эффектом доступа к сверхдоходам²⁶. Таким образом, инсайдеры и менеджеры российских компаний, работающих на глобальных конкурентных рынках, вынуждены ограничивать свое дискреционное поведение, что снижает риски КУ и ведет к росту капитализации. ***Не отвергается гипотеза о том, что институциональная среда***

²³ FreeFl – рассчитывается, как ликвидный фри-флот + акции у менеджмента и сотрудников, не являющихся стратегическими акционерами инсайдерами.

²⁴ Эффект высокого показателя свободно обращающихся акций на открытом рынке усиливается ликвидностью акций, выражающейся в объеме торгов. Чем выше показатель относительной ликвидности (объем торгов на единицу фри-флоата), тем более эффективно дисциплинирующее воздействие ликвидности с точки зрения корпоративного управления, помимо ее фундаментальных свойств положительного воздействия на стоимость компании.

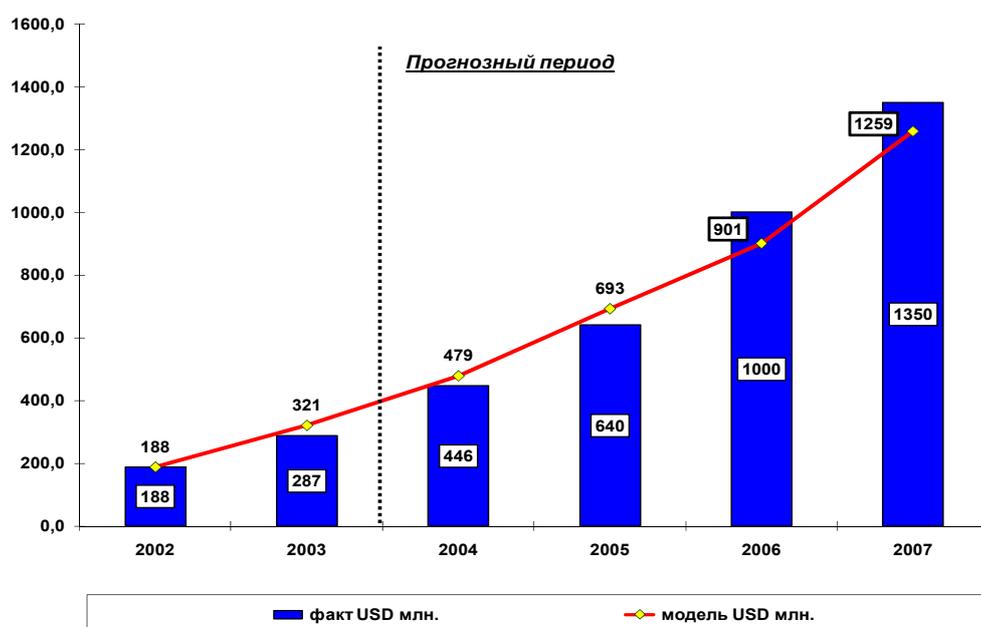
²⁵ Дисциплинирующий эффект объясняет позитивное воздействие конкуренции с точки зрения КУ.

²⁶ Эффект доступа к сверхдоходам объясняет негативное фундаментальное влияние на стоимость конкуренции, в связи с потерей альтернативных сверхприбылей на неконкурентных рынках.

является значимым механизмом корпоративного управления, и качество институциональной среды оказывает положительное влияние на стоимость компании. Также не отвергается гипотеза о том, что специфические риски выступили в период 2001-2003гг. особым механизмом корпоративного управления для частных нефтяных компаний в России и вызвали обусловленный данным фактором рост их капитализации в процессе реализации владельцами данных компаний стратегии по хеджированию политических рисков. Дамми переменная, описывающая качественное влияние специфических политических рисков (Politica) высоко значима во всех устойчивых спецификациях объясняющих моделей.

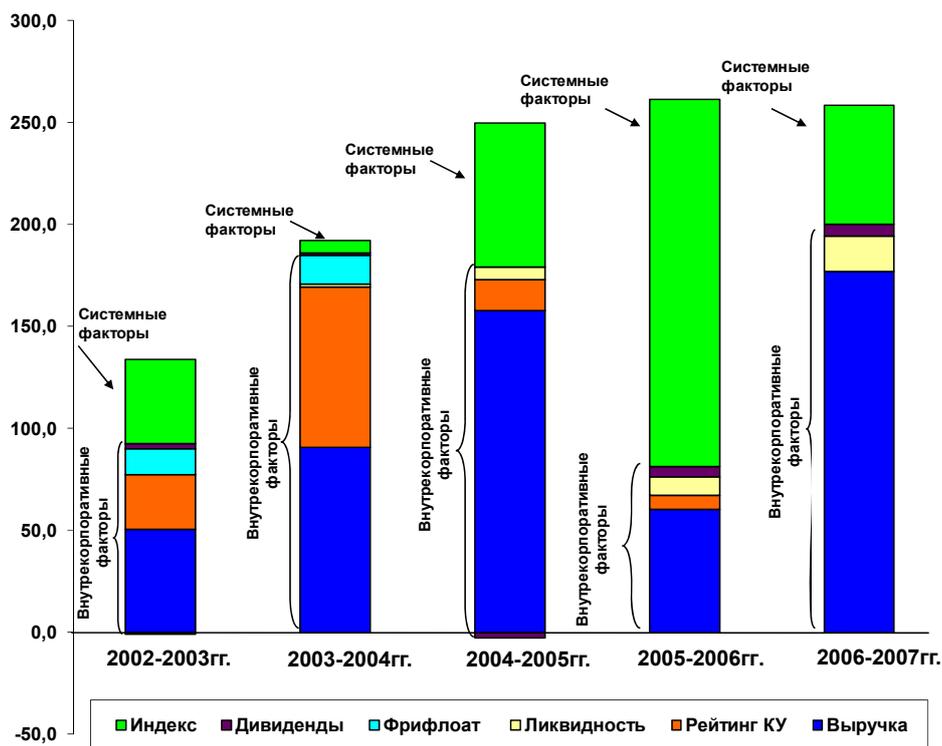
Ниже представлена иллюстрация применения полученных в ходе разработки диссертации методик и описательных моделей на примере анализа изменения рыночной капитализации ОАО «Северо-Западный Телеком». На Диаграмме 1 показана фактическая и прогнозная динамика рыночной капитализации ОАО «Северо-Западный Телеком» с интеграцией в полученные описательные модели рейтингов КУ по методике S&P и РИД, описывающих качество КУ компании в прогнозный период 2004-2007гг. Диаграмма 2 иллюстрирует факторное разложение капитализации «Северо-Западный Телеком» и показывает, какой вклад внесли фундаментальные показатели, внутреннее качество КУ компании и системные факторы.²⁷

Диаграмма 1 Анализ изменения капитализации ОАО «Северо-Западный Телеком» с интеграцией в модель рейтингов КУ S&P и РИД (прогнозные характеристики модели)



²⁷ Общий вклад улучшений в области КУ в прирост стоимости ОАО «Северо-Западный Телеком», оцененный с помощью моделей исследования, составил около 15% от общего роста капитализации компании за период с 2001-2006гг.

Диаграмма 2 Факторное разложение изменения капитализации ОАО «Северо-Западный Телеком» с интеграцией в модель рейтингов КУ S&P и РИД (USD млн.)



В заключении приводятся общие итоги исследования. Исследование выявило значимое влияние на рыночную стоимость российских компаний группы фундаментальных факторов, внутренних и внешних механизмов корпоративного управления, а также ряда переменных, учитывающих смешенное влияние фундаментальных факторов и факторов корпоративного управления. Важным этапом развития эмпирических исследований необходимо считать применение рейтингов корпоративного управления, как объясняющей переменной агрегированного качества внутренних механизмов. Развитие данного подхода должно быть связано с глубоким теоретическим изучением механизмов корпоративного управления и развитием формализованных подходов к анализу различных эффектов их действия, как индивидуального, так и сопряженного во взаимодействии с другими механизмами в рамках единой системы. Проведенное нами на выборке по России исследование показало, что применение расширенного подхода существенным образом увеличивает возможности анализа влияния корпоративного управления на стоимость компаний и позволяет получить оценки характера и потенциала воздействия возможных рычагов и альтернативных стратегиях ее увеличения. Последнее может быть реально востребовано в практической деятельности компаний и инвестиционных аналитиков. Практическая значимость полученных результатов и примененных подходов состоит, прежде всего, в возможности усовершенствования аналитических инструментов анализа компаний и развития

стоимостного подхода к стратегическому управлению самими компаниями. Необходимо отметить, что для развития практических методик по оценке факторов, формирующих стоимость и стратегическому управлению стоимостью, рынку просто необходим специализированный рейтинг корпоративного управления. Данный рейтинг должен быть адаптирован для использования соответствующих методик и публиковаться независимыми агентствами.

СПИСОК ПУБЛИКАЦИЙ ПО ТЕМЕ ДИССЕРТАЦИИ

Работы, опубликованные автором в ведущих рецензируемых научных журналах, рекомендованных ВАКом Министерства образования и науки РФ

1. Старюк П.Ю. Управление стоимостью компании как основная задача корпоративного управления // Экономические науки, 2007, №4 (29), стр. 248-255, 0,6 п.л.

Другие работы, опубликованные автором по теме диссертации

2. Старюк П.Ю. Корпоративное управление и стоимость компании: ситуация в России // Управление компанией, 2004, №1 (32), стр. 50-57, 0,8 п.л. (в соавторстве с Полюенко В.И., личный вклад автора 0,6 п.л.).

3. Старюк П.Ю. Корпоративное управление и рыночная капитализация российских компаний: институциональные аспекты и эмпирические зависимости, Корпоративные финансы: перспективы и реальность, под. ред. Тепловой Т.В.- М: ГУ-ВШЭ, 2004, стр. 62-68, 0,5 п.л.

4. Старюк П.Ю. Стратегическое управление стоимостью компании: учет факторов корпоративного управления // Управление корпоративными финансами, 2005, №2(8), стр. 12-21, 0,8 п.л.

5. Старюк П.Ю. Враждебные поглощения в России: последние тенденции и возможные перспективы // Слияния и поглощения, 2005, №1(23), стр. 60-67, 0,7 п.л. (в соавторстве с Павловским С.А., личный вклад автора 0,3 п.л.)

6. Старюк П.Ю. Роль изменений системы корпоративного управления в формировании стоимости компании в постинтеграционный период сделок M&A, Корпоративные финансы: перспективы и реальность, под. ред. Ивашковской И.В., Тепловой Т.В.- М: ГУ-ВШЭ, 2005, стр. 57-70, 0,6 п.л.

7. Старюк П.Ю. Управление стоимостью компании как основанная задача эффективного собственника // Управление корпоративными финансами, 2006, №2(14), стр. 72-76, 0,3 п.л. (в соавторстве с Родионовым И.И., личный вклад автора 0,2 п.л.)

8. Старюк П.Ю. Управление стоимостью компании как основная задача корпоративного управления. 4.08.2006г. // Российский экономический Интернет-журнал [Электронный ресурс]: Интернет-журнал АТиСО / Акад. Труда и социал. отношений – Элетрон. журн. – М.: АТиСО, 2006.08., № гос. регистрации 0420600008. – Режим доступа: <http://www.e-rej.ru/Articles/2006/Staryuk.pdf>, свободный – Загл. с экрана., 0,6 п.л.

Лицензия ЛР № 020832 от 15 октября 1993 г.

Подписано в печать 23 июля 2008 г. Формат 60x84/16

Бумага офсетная. Печать офсетная.

Усл. печ. л. 1,3.

Тираж 100 экз. Заказ №

Типография издательства ГУ-ВШЭ

125319, г. Москва, Кочновский пр-д., д. 3