

STANDARD & POOR'S

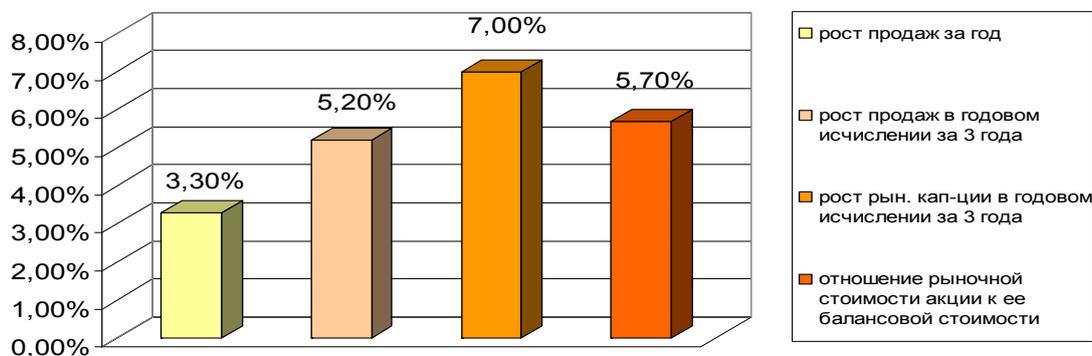
01.06.2010

Коэффициент альфа корпоративного управления: анализ корреляции рейтингов корпоративного управления с показателями деятельности и рыночной динамикой компаний в России и Казахстане в 2000-2009 гг.

(Перевод с английского)

Служба рейтингов корпоративного управления, входящая в подразделение «Исследование рынков» Standard & Poor's, представляет результаты анализа взаимосвязей между рейтингами корпоративного управления (РКУ) и рейтингами GAMMA и показателями деятельности компаний за определенный период времени. В исследование включены все текущие и присваивавшиеся ранее рейтинги корпоративного управления в России и Казахстане с 2000-го по 2009 г. Результаты нашего исследования показали статистически и практически значимую взаимосвязь между присвоенными рейтингами и среднесрочной динамикой финансовых показателей, а также ростом рыночной капитализации. Положительная разница в одну ступень по нашей рейтинговой шкале соответствует в среднем дополнительным 5,2% роста объема продаж и 7,0% роста рыночной капитализации в годовом исчислении на протяжении трехлетнего периода. Мы также установили, что прогнозирующая способность корпоративного управления в отношении создания акционерной стоимости сильнее, чем восприятие этой способности финансовыми рынками.

Основные наблюдения: дополнительный рост и рыночная премия соответствующие положительной разнице в одну ступень по нашей рейтинговой шкале



Рейтинги корпоративного управления и рейтинги GAMMA

Standard & Poor's начала разрабатывать методологию специального анализа для бенчмаркинга корпоративного управления в конце 1990-х гг., после финансовых кризисов в России и Восточной Азии, выявивших основные недостатки в корпоративном управлении, которые усугубили общесистемные проблемы на развивающихся рынках. После выполнения пилотного проекта по тестированию методологии оценки корпоративного управления Standard & Poor's было образовано специальное подразделение — Служба рейтингов корпоративного управления, которая с 2000 г. начала предоставлять услуги по присвоению рейтингов корпоративного управления, сосредоточив внимание на присвоении рейтингов корпоративного управления компаниям на развивающихся рынках. Данное подразделение по-прежнему оказывает эту услугу на целевых развивающихся рынках. В 2007 г. методология анализа корпоративного управления была существенно переработана на основании опыта Службы и с учетом повышения внимания к рискам в рамках анализа.

В существующей методологии рейтингов GAMMA учитываются изменения информационных потребностей инвестиционного сообщества: проводится анализ управления рисками, а также процесса разработки и внедрения стратегии. Этот анализ проводится отдельно от процесса присвоения кредитных рейтингов или оценки рынка акций, чтобы обеспечить независимость и объективность оценок корпоративного управления. Для каждой оценки требуется приблизительно один месяц аналитического времени, и она отражает решение рейтингового комитета, в котором принимает участие международная группа специалистов по корпоративному управлению.

Данные

Исследование включает 46 компаний России и Казахстана, имеющих рейтинги корпоративного управления или рейтинги GAMMA с начала предоставления этой услуги в 2000 г. В анализ включены текущие рейтинги и данные о компаниях, рейтинги которых были отозваны. Анализ охватывает как опубликованные, так и конфиденциальные рейтинги, присвоенные как публичным компаниям, так и компаниям, находящимся в собственности узкого круга лиц. Мы основывались на финансовых данных, рыночных оценках и макроэкономических данных Bloomberg, и в некоторых случаях финансовых отчетностях компаний. Таким образом, наша панель данных включает 156 наблюдений по 46 компаниям со средним количеством наблюдений по компании равным 3,4. Однако на практике количество используемых наблюдений меньше из-за отсутствия некоторых данных (в частности, некоторые компании пока не представили финансовую отчетность по МСФО за 2009 г.) и варьируется в зависимости от спецификации модели. В частности, применение лаговых переменных сокращает используемое количество наблюдений по компании.

Следует отметить, что с каждой компанией, включенной в выборку, у нас заключен договор на проведение анализа корпоративного управления. Поэтому со статистической точки зрения такая выборка является смещенной. Компании, заключившие договор на проведение оценки, вероятнее всего, имеют более высокие стандарты корпоративного управления по сравнению с другими участниками рынка. С точки зрения формирования отраслевой выборки наши данные не полностью репрезентативны, поскольку телекоммуникационные и энергетические компании представлены в ней в большей степени по сравнению с их фактической ролью в экономике и на финансовых рынках России и Казахстана. Поэтому с точки зрения статистики наш анализ не позволяет дать

непосредственные обобщения на другие компании в России, Казахстане или других странах. Однако кроме соображений статистической корректности у нас нет других оснований полагать, что наблюдаемые взаимосвязи не будут действовать вне выборки.

Анализируемые взаимосвязи

В настоящем исследовании мы сосредоточились на анализе трех типов взаимосвязей. Во-первых, мы изучаем связь между нашей оценкой корпоративного управления и финансовыми показателями (включая лаговые показатели), такими как рост объема продаж и чистая прибыль (рассчитанной по МСФО). Мы предполагаем, что между этими показателями существует положительная взаимосвязь, поскольку компании с высоким уровнем корпоративного управления могут привлечь более квалифицированные управленческие кадры и лучше обеспечивают стимулирование менеджеров, а также подотчетность своих руководителей. Такие компании с большей вероятностью смогут противостоять закреплению неэффективной практики управления. Вместе с тем, мы считаем, что компании с низким уровнем корпоративного управления подвержены риску потери стоимости из-за участия в сомнительных сделках, а также инвестиций, обусловленных внешними интересами блокирующих акционеров, или сторонних проектов менеджмента.

Во-вторых, мы изучаем связь между нашей оценкой корпоративного управления и ростом рыночной капитализации компаний. Это естественное продолжение предыдущего пункта, поскольку высокие финансовые и операционные показатели могут приводить к более высоким ценам на акции при прочих равных условиях. Поскольку, по нашему мнению, такое влияние корпоративного управления скорее всего носит долгосрочный характер, мы расширяем наш анализ, используя совокупный доход от акций за три года в качестве зависимой переменной, регрессируя его на оценку корпоративного управления в исходной точке. Использование нами лаговых показателей также сглаживает возможную проблему обратной причинно-следственной связи.

В-третьих, мы анализируем взаимосвязь между нашими рейтингами корпоративного управления и оценочными мультипликаторами. Эта гипотетическая связь отражает ожидания относительно того, что внешние инвесторы осознают ценность компаний с высоким уровнем корпоративного управления и готовы платить премию за соответствующие акции.

Переменные

Корпоративное управление. Хотя присваиваемые S&P рейтинги корпоративного управления и рейтинги GAMMA носят непрерывный характер, для целей данного анализа мы трансформировали наши данные в годовые наблюдения по состоянию на середину года (т.е. на 30 июня соответствующего года). В исследование включены как публичные, так и конфиденциальные рейтинги, действующие на момент соответствующего годового наблюдения. В нашей модели мы не проводили различий между РКУ и их более поздней версией — рейтингами GAMMA, поскольку при присвоении обоих рейтингов используется одна и та же шкала (самый низкий балл — 1, самый высокий балл — 10) и поскольку практические различия между соответствующими оценками относительно невелики.

Финансовые показатели. Для оценки финансовой деятельности мы использовали как валовые показатели (*рост объема продаж, Sales Growth*) так и показатели эффективности (*рентабельность капитала — Return-on-Equity, маржа прибыли — Net Profit Margin, рентабельность по EBITDA — EBITDA Margin, рост EBITDA — EBITDA Growth*). В основном использовались данные Bloomberg, но в некоторых случаях мы дополняли их данными из отчетности по МСФО /ОПБУ США. Коэффициенты основаны на годовых результатах компаний (уровень рейтинга корпоративного управления на середину года соответствует показателям по итогам того же года). Переменные роста рассчитаны как разница между результатами за год, в котором проводилась оценка корпоративного управления, и аналогичными результатами за предыдущий год. Также для изучения влияния корпоративного управления в течение более длительного срока мы рассчитали переменные кумулятивного роста EBITDA и объемов продаж на протяжении двух и трех лет, соответствующие оценке уровня корпоративного управления в исходном периоде.

Рыночные данные. Показатель *рыночной капитализации*, используемый в нашем анализе, отражает рыночную оценку компании, исходя из цен акций эмитента на основной торговой площадке. Вследствие высокой волатильности некоторых акций мы использовали средние цены за 3 месяца (т.е. за 1,5 месяца до и 1,5 месяца после 30 июня каждого года) в целях снижения уровня «шума». Поскольку дивиденды по привилегированным акциям часто выплачиваются по переменной ставке и, кроме того, привилегированные акции имеют, хотя и ограниченный, но тем не менее некоторый объем прав в соответствии с российским законодательством, мы добавили их совокупную стоимость к капитализации обыкновенных акций. Таким образом, наш показатель рыночной капитализации представляет совокупную оценку обыкновенных и привилегированных акций. *Рост рыночной капитализации* представляет собой прирост рыночной капитализации в процентах за период между двумя ежегодными точками наблюдения в отношении корпоративного управления (например, с 30 июня 2002 г. по 30 июня 2003 г.). Следует обратить внимание на то, что *рост рыночной капитализации* уже учитывает лаг в том смысле, что показывает изменение рыночной капитализации в течение 12 месяцев после точки наблюдения над корпоративным управлением. Как и в отношении роста финансовых показателей, мы рассчитали совокупные показатели роста рыночной капитализации за два и три года для изучения влияния корпоративного управления на стоимость в течение более длительного срока.

Совокупная доходность для акционеров (Total shareholder returns; TSR) определяется как рост рыночной капитализации (т.е. прирост капитала) плюс дивиденды (по привилегированным и обыкновенным акциям) за период владения акциями. Как и для роста рыночной капитализации, были рассчитаны совокупные показатели *TSR* за два и три года.

Наконец, мы собрали данные по таким широко распространенным рыночным мультипликаторам, как «*отношение рыночной цены акции к чистой прибыли на одну акцию*» (*Price-to-Earnings*), «*отношение рыночной стоимости акции к ее балансовой учетной стоимости*» (*Price-to-Book*), «*стоимость предприятия/продажу*» (*Enterprise value-to-Sales*) и «*стоимость предприятия/EBITDA*» (*Enterprise value-to-EBITDA*). Эти коэффициенты, связывающие цену акций компании с ее финансовыми показателями, были зафиксированы в период, соответствующий наблюдениям за корпоративным управлением (т.е. 30 июня) и отражают соответствующие рыночные оценки и возможные дисконты или премии с учетом корпоративного управления.

Описание контрольных переменных приводится в таблице 1.

Таблица 1. Контрольные переменные

	<i>Переменная</i>	<i>Описание</i>
Данные конкретной компании	Объем продаж	Объем продаж за год в национальной валюте
	Долг/Капитал	Отношение «долг/капитал» по состоянию на конец соответствующего года
	Казахстан	Дамми, указывающая на казахстанскую компанию
	Ин. листинг	Дамми, указывающая на наличие листинга на иностранной бирже
Показатели отрасли	Телекоммуникационные компании	Дамми для телекоммуникационной компании
	Энергетические компании	Дамми для компании из отрасли электроэнергетики
	Индекс РТС	Величина индекса РТС
Рыночная среда	Прирост РТС за 2/3 года	Совокупный рост индекса РТС за двухлетний и трехлетний периоды
	Прирост ВВП за 1 год	Прирост реального ВВП в соответствующем году
	Прирост ВВП за 3 года	Совокупный прирост реального ВВП в соответствующем году и за два последующих года
	Тренд	Натуральный логарифм линейного тренда времени

Статистический метод

Поскольку наши данные представляют собой несбалансированную панель данных (т.е. пространственные данные с наблюдениями по времени), мы использовали стандартные для панельных данных статистические подходы. В каждой модели мы использовали модели как со случайными эффектами (Random Effects, RE), так и с фиксированными эффектами (Fixed Effects, FE), и в каждом случае проводили тест Хаусмана. Более эффективная спецификация со случайными эффектами выбиралась в тех случаях, когда тест Хаусмана показывал, что модель со случайными эффектами была предпочтительней. В противном случае выбирались более устойчивые результаты модели с фиксированными эффектами.

Результаты

Результаты нашего анализа финансовых *показателей* представлены в таблице 2. Наша оценка корпоративного управления оказывает положительное влияние на рост годового объема продаж (коэффициент перед оценкой корпоративного управления значим на уровне 1%). Оценки параметров позволяют сделать вывод о том, что разница в одну ступень в наших рейтингах корпоративного управления дает 3,3% в росте бизнеса, выраженного объемом продаж в рублях. Аналогичные результаты мы наблюдаем в регрессиях, в которых использовались совокупные трехлетние данные о росте объема продаж, что позволяет сделать вывод о еще более значительном влиянии в среднесрочном периоде: разница в одну ступень по нашей шкале соответствует среднегодовому повышению темпов роста продаж на 5,2% (совокупный показатель за три года — 16,5%). Становится очевидно, что компании с высоким уровнем корпоративного управления более эффективно использовали возможности выиграть от быстрого экономического роста в 2000-2008 гг. — в период, который является основным объектом нашего анализа.

Мы получили указанные результаты, дополнительно используя в моделях показатели конкретной компании (размеры, коэффициент «долг/капитал»), отраслевую принадлежность (в частности, отрасль связи могла демонстрировать более высокие показатели роста вследствие активного распространения услуг мобильной связи и широкополосного доступа в Интернет) и макроэкономические показатели (прирост ВВП, при этом основным рынком из двух стран является Россия, а не Казахстан).

Хотя модели с валовыми показателями показывают высокую значимость, несмотря на относительно небольшой размер выборки, мы не наблюдали аналогичные эффекты в отношении таких показателей эффективности, как маржа прибыли, рентабельность капитала, рентабельность по EBITDA и рост EBITDA. Тот факт, что рыночная среда сделала одним из основных приоритетов расширение бизнеса (а не эффективность), может объяснить отсутствие таких взаимосвязей.

Таблица 2. Результаты по росту объема продаж

	1	2
Зависимая величина:	Рост объема продаж	Рост объема продаж за 3 года
Корпоративное управление	6,6007***	32,9596***
Прирост ВВП за 1 год	1,8884***	
Прирост ВВП за 3 года		2,3480*
Тренд	-8,4946***	-70,5272***
Долг/Капитал	-0,07172	-2,1012**
Казахстан	7,7204	
Телекоммуникационные компании	0,1441	
Энергетические компании	2,9642	
Константа	-10,8833	28,7706
R2, overall	0,26	0,47
N	135	85
Тест Хаусмана (p — value)	0,21	0,047
Спецификация модели	RE	FE

* — значимость при 10%, ** — значимость при 5%, *** — значимость при 1%; односторонний критерий для ожидаемых взаимосвязей

Результаты нашего анализа, касающиеся роста рыночных оценок, представлены в таблице 3. Следует отметить, что в этом анализе использовалось меньшее количество наблюдений, поскольку анализ проводился только в отношении публичных компаний. Тем не менее, мы отмечаем сильную положительную взаимосвязь между рейтингами корпоративного управления и совокупным ростом капитализации за двухлетний и трехлетний периоды (но не в течение годового периода). В обоих случаях коэффициенты регрессии корпоративного управления значимы на уровне 5%. Эти коэффициенты предполагают, что разница в одну ступень в рейтинге корпоративного управления ассоциирована с усредненным повышением темпов роста на 7,0% в год за

трехлетний период. Мы установили аналогичные, хотя и более слабые результаты для совокупной доходности для акционеров.

Отрицательные коэффициенты перед переменными «Телекоммуникационные компании» и «Энергетические компании» показывают, что компании этих отраслей продемонстрировали более слабый рост капитализации по сравнению с компаниями других секторов (нефтегазового, производства потребительских товаров, транспорта и др.). Это может отражать более низкие показатели контролируемых государством операторов фиксированной связи среди телекоммуникационных компаний и в целом сложную ситуацию в российской электроэнергетике в период масштабных реформ.

Таблица 3. Результаты по акционерной прибыли и оценочным мультипликаторам

	1	2	3	4	5
Зависимая величина:	Рост рыночной капитализации за 2 года	Рост рыночной капитализации за 3 года	Совокупная доходность для акционеров за 2 года	Совокупная доходность для акционеров за 3 года	P/B
Корпоративное управление	18,7071**	44,9331**	13,1298	42,5060**	0,2479*
Прирост РТС за 2 года	0,8893***		0,9003***		
Прирост РТС за 3 года		0,7589***		0,7574***	
Долг/Капитал	-1,5735***	-2,3300**	-1,8328**	-2,5003*	
Объем продаж					-0,00004
Индекс РТС					0,0011***
Маржа прибыли					0,0269**
Тренд					-0,5373*
Ин. листинг					-0,5373*
Казахстан					1,1593***
Телекоммуникационные компании	-71,5969***	-164,8312***	-77,4277**	-184,6219***	-0,2610
Энергетические компании	-95,59138***	-142,6699*	-113,4574***	-162,2698*	-0,4604
Константа	21,7042	1,006451	72,7887	50,5809	0,0896
R2, overall	0,5	0,53	0,48	0,52	0,42
N	84	63	84	63	121
Тест Хаусмана (p — value)	0,22	0,85	0,2	0,83	0,78
Спецификация модели	RE	RE	RE	RE	RE

* — значимость при 10%, ** — значимость при 5%, *** — значимость при 1%; односторонний критерий для

ожидаемых взаимосвязей

Наш анализ рыночных мультипликаторов показывает в целом слабые результаты. Единственный маргинально значимый (на 10%-м уровне) эффект корпоративного управления наблюдается в отношении переменной «отношение рыночной стоимости

акции к ее балансовой учетной стоимости», где анализ позволяет сделать вывод о том, что оценка в среднем выше на 5,7% в связи с разницей в одну ступень в рейтингах корпоративного управления (см. пятую модель, представленную в таблице 3).

На основе приведенных мультипликаторов можно сделать вывод о том, что финансовые рынки имеют тенденцию недооценивать прогнозирующую способность корпоративного управления с точки зрения акционерной прибыли, о чем свидетельствуют предыдущие модели.

Подведение итогов. В таких развивающихся странах, как Россия и Казахстан, «отдача» более высокого уровня корпоративного управления может быть более ощутимой, чем в развитых странах. Во-первых, внешние (т.е. правовые) механизмы защиты прав инвесторов относительно слабы, что повышает значение таких защитных механизмов на уровне каждой конкретной компании. Во-вторых, потенциал для получения выгоды от совершенствования структур управления и бизнес-процессов, как правило, значителен. Компании с эффективным корпоративным управлением могут быстрее и активнее воспользоваться этими преимуществами.

В соответствии с этими аргументами мы обнаружили доказательства значительной роли корпоративного управления в создании акционерной стоимости в России. Мы также установили, что корпоративное управление оказывает более сильное практическое влияние на показатели компаний в среднесрочной перспективе по сравнению с сиюминутными эффектами. Эти результаты подтверждают наш метод анализа стандартов корпоративного управления в соответствии с методологией присвоения рейтингов корпоративного управления и рейтингов GAMMA.

Вместе с тем наши аналитики приходят к выводу, что в своих инвестиционных стратегиях инвесторы в акции российских и казахстанских компаний в настоящее время недооценивают влияние корпоративного управления на стоимость компании. Это требует повышения осведомленности инвестиционного сообщества об общей слабости структур корпоративного управления на этих рынках, сопряженных издержек для инвесторов и способности компаний с более высоким уровнем корпоративного управления генерировать большую доходность.

Для получения более подробной информации:

Елена Пастухова, Москва, 7 (495) 783-40-94

Олег Швырков, Москва, 7 (495) 783-40-45

Адреса электронной почты аналитиков:

elena_pastoukhova@standardandpoors.com

oleg_shvyrkov@standardandpoors.com

Governance@standardandpoors.com

Мнения, представленные в настоящем отчете, отражают независимую позицию Службы рейтингов корпоративного управления, входящей в подразделение «Исследование рынков» Standard & Poor's, и не выражают позицию других аналитических служб Standard & Poor's.

Присвоение и поддержание рейтингов корпоративного управления и рейтингов GAMMA осуществляется отдельно от прочих аналитических процедур Standard & Poor's в целях сохранения независимости и объективности каждого аналитического процесса.

Рейтинг GAMMA основан на текущей информации, предоставленной Standard & Poor's компанией, ее сотрудниками, и на информации из любых других источников, которые Standard & Poor's считает надежными. Рейтинг GAMMA не является аудитом или финансовым расследованием практики корпоративного управления. Standard & Poor's может использовать аудированную информацию, а также любую другую информацию, предоставленную компанией в целях анализа корпоративного управления. Рейтинг GAMMA не является кредитным рейтингом или рекомендацией покупать, продавать или держать акции компании, поскольку он не выражает мнения об их рыночной стоимости и соответствии потребностям конкретного инвестора. Рейтинг GAMMA может быть изменен, приостановлен или отозван вследствие изменений или отсутствия информации, необходимой для анализа.

Наш анализ имеет некоторые ограничения. Показанная в моделях доходность не является результатом реальной торговли активами инвесторов и не включает комиссий, которые инвесторы могли бы платить при покупке финансовых инструментов. Включение этих комиссий повлекло бы за собой более низкие показатели. Исторические показатели не гарантируют достижения аналогичных результатов в будущем.