

# Корпоративное управление и динамика котировок в кризис.

Сергей Степанов

Российская экономическая школа

# Результаты исследований:

- Хорошее корпоративное управление способствует меньшему падению акций в кризис, но не всегда...
  - В плохой институциональной среде корпоративная прозрачность не влияет на глубину падения (Россия – исключение)
- Более сильные правовые институты также приводят к меньшему падению (при прочих равных)
- Открытый вопрос: пост-кризисное восстановление

# Почему так происходит?

- Инвестиционные перспективы ухудшаются ⇒ стимулы вывести средства растут
- Кэш становится нужен для спасения других своих бизнесов
- Там, где КУ было плохое, не было сдерживающих механизмов
- Доп. фактор: фирмам с плохим КУ сложнее привлечь инвестиции в кризис (в кризис инвесторы готовы давать деньги только безупречным компаниям)
- Хорошие правовые институты сдерживают «плохое» поведение менеджеров/контролирующих собственников

# Эмпирические исследования по азиатскому кризису 1997-1998

- Mitton, Journal of Fin. Econ. (2002): 398 компаний из 5 стран
- Baek et al., Journal of Fin. Econ. (2004): 644 компании из Кореи
- Lemmon and Lins, Journal of Finance (2003): 800 компаний из 8 стран
- Bae et al., Journal of Fin. Econ. (2012): 608 компаний из Кореи

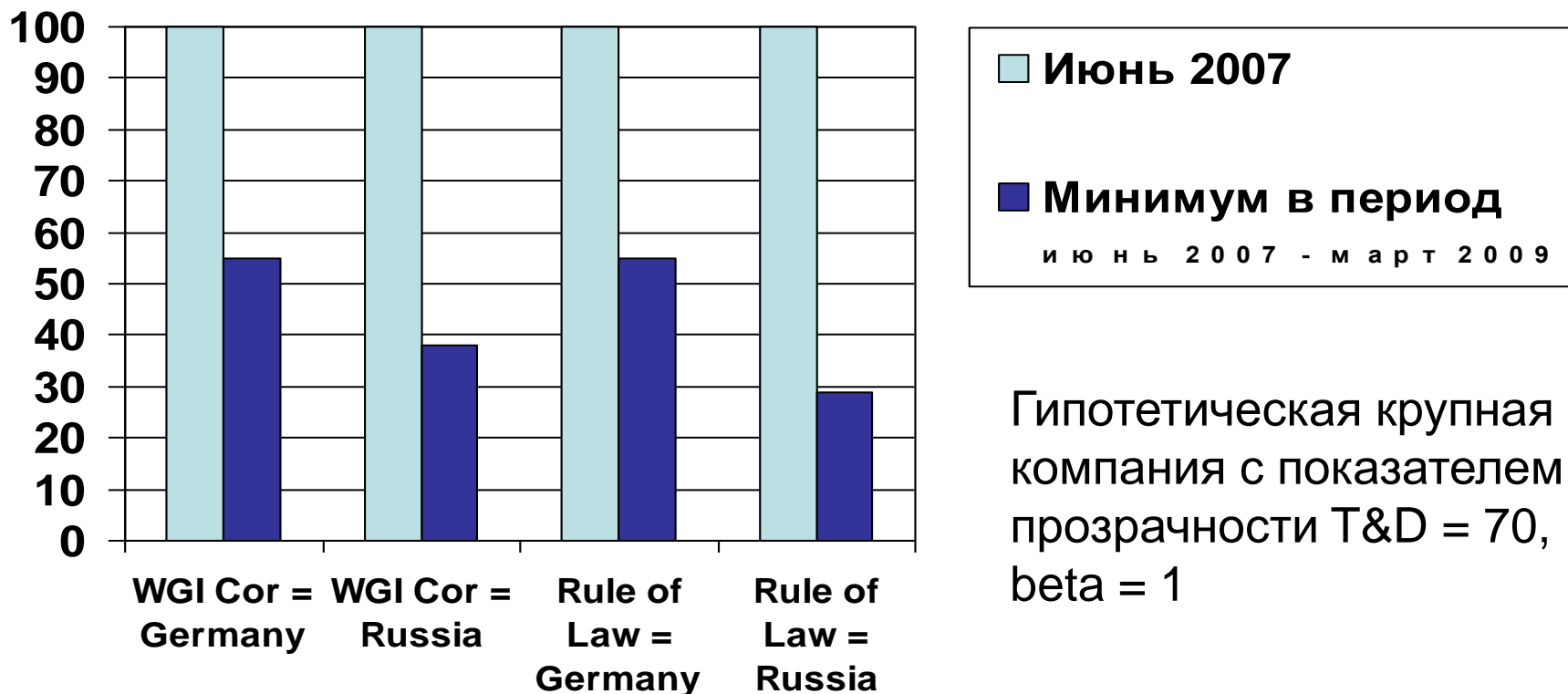
# Результаты исследований по азиатскому кризису

- Наличие ADR +
  - Mitton (2002): доходность выше на 10.8 п.п.
- Аудитор из Big 6 +
  - Mitton (2002): доходность выше на 8.1 п.п.
- Наличие крупных внешних акционеров +
  - Mitton (2002): увеличение доли крупнейшего *внешнего* акционера на 10% → доходность выше на 2.7 п.п.
- Доля иностранных инвесторов в капитале +
- Отделение собственности от контроля —
  - Lemmon and Lins (2003): Превышение прав контроля над собственностью у менеджера/контролирующего акционера → доходность ниже на 12 п.п.

# Enikolopov, Petrova, and Stepanov (2012). Последний кризис

- Как на падение акций влияли прозрачность компании и качество институтов?
- Выборка: 843 компании в 38 странах (включая Россию)
- Результаты:
  - Компании в странах с худшей правовой средой «упали» сильнее (кризис увеличил «страновой дисконт»)
  - Менее прозрачные компании упали сильнее
  - Связь между прозрачностью и падением сильнее в странах с сильной правовой средой

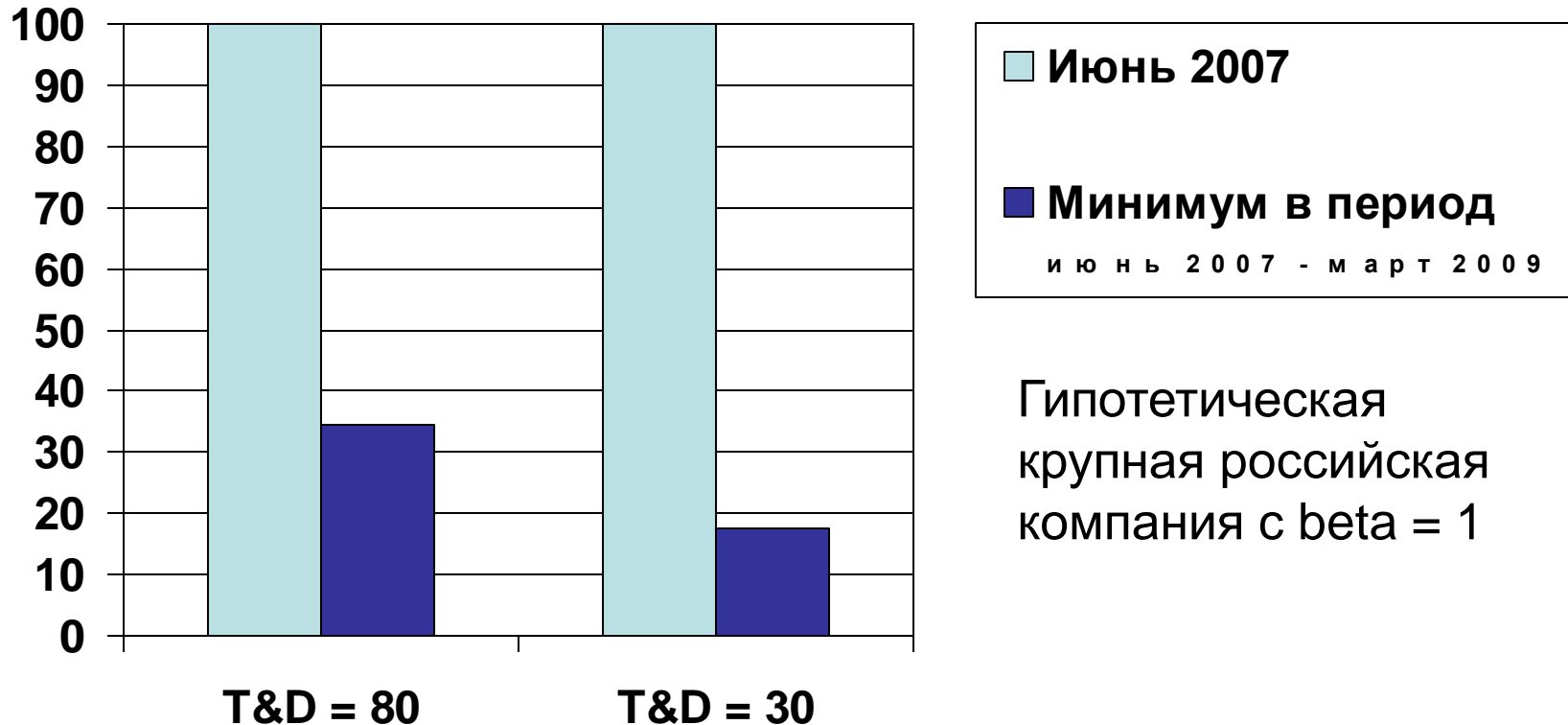
# Падение стоимости акций в зависимости от уровня коррупции и Rule of Law



Гипотетическая крупная компания с показателем прозрачности T&D = 70, beta = 1

Источник: расчеты на основе Enikolopov et al (2012)

# Падение стоимости акций в зависимости от уровня прозрачности



Гипотетическая  
крупная российская  
компания с  $\beta = 1$

Источник: расчеты на основе Enikolov et al (2012) по 33 российским компаниям



# Как правовые институты влияют на связь между прозрачностью и ценой акций?

- Россия скорее исключение
- На всей выборке, при более аккуратном анализе, в странах с качеством правовой среды как в России не найдено статистически-значимой разницы в падении прозрачных и непрозрачных компаний
- Вывод: без улучшения правовых институтов способности КУ защитить от падения ограничены

# Плохое КУ ведет к более сильному падению акций в кризис?

- Erkens et al., Journal of Corp. Finance (2012): 296 фин. институтов из 30 стран
  - Компании с большей долей институтов в капитале и с более независимыми советами директоров испытали *более сильное* падение
  - Объяснение авторов: институты поощряли рискованные инвестиции до кризиса, а независимые советы вынуждали привлекать собственный капитал в течение кризиса → переток «стоимости» от акционеров к кредиторам
- Beltratti and Stulz, Journal of Fin. Econ. (2012): 500 банков из 32 стран
  - Банки с более дружественными советами директоров (ISS) *упали сильнее*
  - Объяснения авторов:
    - политика, проводимая более независимыми СД, была хороша для акционеров до кризиса (напр., инвестиции в subprime ипотечные облигации), но обернулась неожиданными потерями в кризис
    - Альтернативно: более рискованные компании имели более независимые СД до кризиса

# Открытый вопрос: восстановление после кризиса

- Baе et al., Journal of Fin. Econ. (2012): 608 корейских фирм
- Компании с большим отделением собственности от контроля у менеджера/контролирующего акционера испытали не только более сильное падение, но и более сильное восстановление
- Объяснение авторов: при восстановлении перспективы компаний растут, стимулы «воровать» падают

# Выводы

- Корпоративное управление помогает избежать сильного падения акций в кризис
- Но в слабой правовой среде этот эффект пропадает
- Вывод – без укрепления институтов эффект КУ на динамику акций компании ограничен