

Секция «Корпоративные финансы: наука, теория и практика»

Корпоративное управление в модели Ольсона для оценки стоимости публичных компаний России

Научный руководитель – Берзон Николай Иосифович

Хасанов Адиль Болатович

Аспирант

Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», Факультет экономических наук, Москва, Россия

E-mail: adil_khassanov@mail.ru

Корпоративное управление играет важную роль при принятии финансовых решений в организациях. Адекватная оценка данного фактора позволяет снизить уровень неопределённости инвесторов.

В рамках данного исследования для оценки стоимости компаний использована модифицированная модель, изначально предложенная Джеймсом Ольсоном [6, 7]. Модель Ольсона в оригинальном виде изучает зависимость между стоимостью акций компаний и показателями из их финансовых отчетностей, а также параметром «другой информации». С момента публикации статьи Ольсона модель тестировалась на реальных экономических данных нескольких десятков развитых и развивающихся рынков мира, в ходе чего доказана состоятельность её применимости для оценки стоимости компаний, что свидетельствует о наличии интереса со стороны мирового научного сообщества. Период проанализированных публикаций охватывает интервал с 1995 по 2020 годы [1, 2, 3, 4, 5, 7, 8, 9, 10, 11, 12].

Цель данного исследования заключается в выявлении ключевых параметров корпоративного управления, оказывающих влияние на рыночную стоимость российских компаний, путём модификации модели Ольсона.

Достижение поставленной цели в настоящей работе требует решения следующих задач:

1. описания ключевых положений экономической модели Ольсона;
2. представления эмпирических работ, демонстрирующих корпоративное управление в качестве фактора оценки стоимости компаний, в том числе в модели Ольсона;
3. тестирования значимости модифицированной модели Ольсона для рынка России на основе доступной информации.

Научная новизна исследования заключается в том, что работа является первым эмпирическим исследованием, в котором продемонстрировано влияние корпоративного управления на стоимость акций публичных компаний, зарегистрированных на территории России, путём модификации модели Ольсона.

Финансовые и рыночные показатели (чистая прибыль, балансовая стоимость, количество акций в обращении, рыночные котировки) взяты из базы Compustat. Параметр «другой информации» аппроксимируется через комбинацию взаимодополняющих факторов: прогнозных аналитических данных и показателей корпоративного управления. Диапазон наблюдений охватывает период с 2010 по 2016 годы, что для целей анализа сбалансированной панели данных в совокупности образует 175 точек наблюдений.

Эмпирическая составляющая интегрирована в статью посредством анализа панельных данных, в частности, сравнения оценок из сквозной регрессии, модели с фиксированными (детерминированными) эффектами и модели со случайными эффектами. На основании проведенного анализа для исследуемых компаний на рынке России сделан вывод о *прямой* зависимости стоимости акций от динамики балансовой стоимости собственного капитала, аномальной прибыли и доли членов совета директоров, обладающих профессиональными

сертификатами и лицензиями. В свою очередь, *обратная* зависимость наблюдается от разницы между фактической чистой прибылью и показателем прогнозируемой чистой прибыли компаний и от уровня гендерной диверсификации в составе совета директоров.

Вычисленные оценки при коэффициентах позволяют вставить данные финансовых показателей из отчетностей за 2017 и 2018 финансовые годы в уравнение регрессии и получить оценочное значение котировок акций исследуемого пула компаний по модели Олсона. Согласно результатам прошлых исследований, модель Олсона недооценивала стоимость акционерного капитала компаний России на 12,7 процентов. В текущем варианте разница составила 8,7 процентов, что может быть вызвано рассмотрением факторов корпоративного управления.

Источники и литература

- 1) Anwar Z., Asghar M., Khan M., Danish R. Corporate governance and cost of equity: evidence from Asian countries // Journal of Political Studies. 2019. Vol. 26. Iss. 1. P. 193–216.
- 2) Balachandran S., Mohanram P. Is the decline in the value relevance of accounting driven by increased conservatism // Review of Accounting Studies. 2011. Vol. 16. Iss. 2. P. 272–301.
- 3) Brugni T., Neto A., Bortolon P., Goes A. Different levels of corporate governance and the Ohlson valuation framework: the case of Brazil // Corporate Ownership & Control. 2012. Vol.9. Iss. 2. P. 1-12.
- 4) Dechow P., Hutton A., Sloan R. An empirical assessment of the residual income valuation model // Journal of Accounting and Economics. 1999. Vol. 26. Iss. 1-3. P. 1-34.
- 5) Lee S., Lin C., Chang P. An Ohlson valuation framework for valuing corporate governance: The case of Taiwan // Pacific-Basin Finance Journal. 2011. Vol. 19. P. 420–434.
- 6) Ohlson, J. Earnings, book values and dividends in equity valuation // Contemporary Accounting Research. 1995. Vol. 11 (2). P. 661-687.
- 7) Ohlson J. Earnings, book values, and dividends in equity valuation: an empirical perspective // Contemporary Accounting Research. 2001. Vol. 18. Iss. 1. P. 107–120.
- 8) Omokhudu O., Amake C. Corporate governance and value relevance of accounting information: evidence from Nigeria // Research Journal of Finance and Accounting. 2018. Vol. 9. P. 70-88.
- 9) Teti E., Dell’Acqua A., Etro L., Resmini F. Corporate governance and cost of equity: Empirical evidence from Latin American companies // Corporate Governance: The International Journal of Business in Society. 2016. Vol. 16. Iss. 5. P. 831-848.
- 10) Tshipa J., Brummer L., Wolmarans H., Du Toit E. The impact of flexible corporate governance disclosures on value relevance. Empirical evidence from South Africa. // Corporate Governance. 2018. Vol. 18. Iss. 3. P. 369-385.
- 11) Velte P. Do women on management board increase fair value relevance? // Corporate Governance and Sustainability Review. 2017. Vol. 1. Iss. 1. P. 1-11.
- 12) Zhang X. Value relevance of historical information and forecast information in China: empirical evidence based on the Ohlson and Feltham–Ohlson models // Academy of Accounting and Financial Studies Journal. 2016. Vol. 20. Iss. 3. P.14–27.