

УДК 336.228:330.3

ВЛИЯНИЕ УРОВНЯ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ НА СТОИМОСТЬ РОССИЙСКИХ ВЕРТИКАЛЬНО-ИНТЕГРИРОВАННЫХ НЕФТЕГАЗОВЫХ КОМПАНИЙ

Гусейнов Б.М.

*Сектор инвестиций в инновационное развитие Центра инновационной экономики
Института экономики РАН, г. Москва
e-mail: bulat2004@inbox.ru*

Аннотация. В данном исследовании тестируется гипотеза о влиянии практики внедрения корпоративного управления (*corporate governance*) на акционерную стоимость вертикально-интегрированных нефтегазовых компаний (ВИНК). Составлен индекс корпоративного управления, который включает в себя 4 группы факторов: информационная прозрачность, структура акционеров, качество менеджмента, совет директоров. С помощью регрессионного анализа определено, что компании с более высоким уровнем корпоративного управления имеют более высокую рыночную оценку. В качестве показателя рыночной стоимости использован коэффициент Тобина Q , который применялся во многих исследованиях как индикатор, показывающий насколько инвесторы оценивают перспективы компании. В исследовании используются данные 10 крупнейших российских ВИНК. Несмотря на то, что в последнее десятилетие уровень корпоративного управления в российской нефтегазовой отрасли существенно вырос, наблюдается разрыв по сравнению с мировыми *majors*.

Ключевые слова: корпоративное управление, вертикально-интегрированные нефтегазовые компании, стоимость, коэффициент Тобина

В последнее время менеджеры крупнейших мировых нефтегазовых компаний ставят задачу максимизации рыночной стоимости, применяя для этого различные рычаги. Одним из таких рычагов является корпоративное управление. Многие считают, что оценка корпоративного управления в компании сводится только к оценке уровня прозрачности, стандартов раскрытия информации, анализу состава совета директоров, оценке отношения менеджмента компании к акционерам и др. Однако, мы считаем, что корпоративное управление оказывает непосредственное воздействие на инвестиционную политику компании, политику финансирования, дивидендную политику. Как правило, уровень корпоративного управления в развитых странах более высокий по сравнению с компаниями из развивающихся рынков. Директора этих компаний всегда нацелены на увеличение стоимости. Например, компания ConocoPhillips в целях оптимизации бизнеса и увеличения капитализации приняла решение провести разделение бизнеса на две независимые компании – по разведке и добыче и по нефтепереработке и сбыту. Хотя это и противоречит традиционной модели вертикальной интеграции в отрасли, многие эксперты позитивно оценивают планы компании, а само решение свидетельствует о заинтересованности менеджмента в увеличении стоимости. Для

крупных компаний повышение рыночной капитализации имеет важное значение, поскольку она оказывает влияние на стоимость финансирования, возможности компании при сделках M&A и др.

Следует сказать об уровне корпоративного управления, на котором находятся российские компании. За последние годы российские нефтегазовые компании вышли на новый уровень, став глобальными игроками. Однако мы видим существенный разрыв между уровнем корпоративного управления в российских нефтегазовых компаниях и мировых majors и считаем, что это является одной из причин низкой оценки сектора инвесторами. Повышению имиджа российских компаний на мировом рынке способствовал не только рост цен на сырье, но и повышение уровня менеджмента, способного вести переговоры на международном уровне. Российские компании стали активными участниками внешних рынков капитала: многие запустили программы ADR и привлекают финансирование на зарубежных площадках. Однако существуют и проблемы. Для российских компаний до сих пор актуальна проблема, связанная с непрозрачностью структуры собственности, что ведет к негативному восприятию компании инвесторами, поскольку существуют риски, связанные с недобросовестным поведением крупных акционеров (возможны дополнительные эмиссии акций с размыванием доли миноритарных акционеров, вывод активов, преднамеренные банкротства). Так же актуальна проблема конфликта крупных акционеров, что создает риски для миноритариев.

Крупнейшими рейтингами для развивающихся рынков являются рейтинги таких компаний и агентств как UBS, Тройка Диалог, Институт корпоративного права и управления, Российский институт директоров. Проанализировав имеющиеся рейтинги инвестиционных компаний и агентств, мы попытались создать рейтинг, учитывающий специфику корпоративного управления в ВИНК, а так же специфику российского рынка в целом. Информация, на базе которой проводилось исследование, была получена из публичных источников и отчетов компаний.

Корпоративное управление направлено на организацию системы взаимоотношений между менеджерами компании (включая совет директоров) и ее акционерами, а также другими заинтересованными лицами; с помощью корпоративного управления реализуются права акционеров по контролю и управлению компанией. Корпоративное управление является частью стратегического управления фирмой. Последние корпоративные скандалы (Enron, WorldCom) показали важность и необходимость корпоративного управления. Как правило, недостатки корпоративного управления явно проявляются в периоды кризисов, когда компаниям часто приходится жертвовать интересами акционеров в пользу других факторов. Например, компании в период кризиса могут отказаться от выплат дивидендов по акциям даже, если это предусмотрено политикой организации. В свете повышения роли уровня корпоративного управления в 1999 году Организацией Экономичес-

кого Сотрудничества и Развития был разработан свод стандартов и руководство по корпоративному управлению. Данные стандарты не носят обязательный характер, их использование служит только интересам самих компаний. По утверждению экономистов Всемирного банка, применение принципов корпоративного управления способствует повышению инвестиционной привлекательности компании, находящую свое отражение в премии, которую инвесторы готовы платить [9]. Данные стандарты направлены как на иностранных, так и отечественных инвесторов, поскольку повышение доверия к финансовому рынку и привлечение новых инвесторов на рынок имеет особое значение в рамках планов по улучшению имиджа страны и инвестиционного климата. Корпоративное управление должно обеспечивать наиболее полное раскрытие информации о деятельности организации, участие акционеров в принятии решений, действия менеджеров, направленных на достижение лучших целей и интересов.

Проблема внедрения корпоративного управления на предприятии обсуждается экономистами уже давно. Многие исследования показывают, что корпоративное управление положительно влияет на инвестиционную привлекательность компаний, увеличивая их рыночную стоимость. Развитие российского финансового рынка и благоприятная макроэкономическая и политическая ситуация в стране способствуют повышению уровня корпоративного управления крупнейших российских корпораций. Стремление к прозрачности и открытости начинают демонстрировать и небольшие компании. Для данных компаний актуален вопрос привлечения финансирования через продажу доли стратегическому инвестору или проведение IPO, поэтому менеджмент уделяет особое внимание корпоративному управлению. Производственные и финансовые показатели, несомненно, оказывают воздействие на рыночные котировки компаний, поэтому в рамках отрасли одни компании торгуются с премией/дисконтом к другим. Однако для формирования стоимости публичных компаний так же особенно важно отношение менеджеров компании к ее акционерам.

Опрос консалтинговой компании McKinsey двухсот институциональных инвесторов в 31 странах показывает (общий объем средств под управлением – 9 трлн. долл.), что уровень корпоративного управления становится основным критерием при принятии инвестиционных решений, а 60 % опрошенных полагают, что анализ корпоративного управления позволяет им избежать ошибок в выборе объектов инвестирования [4]. Ключевые выводы данного исследования:

1. При принятии инвестиционных решений инвесторы считают уровень корпоративного управления таким же важным фактором, как и финансовые показатели компании.

2. Большинство инвесторов готовы платить премию за качество корпоративного управления: для компаний из Северной Америки и Западной Европы –

12 - 14 %, для Азии и Латинской Америки – 20 - 25 %, для Восточной Европы и Африки – 30 %.

3. 90 % инвесторов поддерживают идею введения единых стандартов раскрытия финансовой отчетности.

В другой работе «A premium for good governance», подготовленной так же McKinsey, авторы на основе данных 188 компаний из развивающихся рынков исследовали связь между рыночной стоимостью и уровнем корпоративного управления за 2001 год. Авторы выявили ряд индикаторов уровня корпоративного управления, на которые в первую очередь обращают внимание инвесторы. Среди них: доля независимых директоров в совете, прозрачность структуры собственности, независимость аудитора и т.д. Статистический анализ показал, что с вероятностью в 95 % можно говорить о том, что компании с высоким уровнем корпоративного управления имеют более высокий уровень показателя P/B (price to book value) [12].

Рассмотрим с фундаментальной точки зрения, каким образом уровень корпоративного управления может влиять на стоимость компаний. Для этого определим основные факторы, которые увеличивают фундаментальную стоимость:

1. Снижение средневзвешенной стоимости капитала (WACC);
2. Увеличение эффективности деятельности (увеличение посленалоговой операционной прибыли, NOPAT);
3. Снижение капитальных затрат (CAPEX).

Далее приведем примеры исследований, подтверждающих влияние корпоративного управления на вышеуказанные факторы, которые в свою очередь определяют фундаментальную стоимость компании.

В исследовании «Disclosure, Corporate Governance, and the Cost of Equity Capital in Emerging Markets» авторы оценили влияние информационной открытости и уровня корпоративного управления на стоимость собственного капитала компаний развивающихся рынков. Они обнаружили, что информационная открытость существенно снижает стоимость собственного капитала компаний из стран с относительно слабой защитой прав инвесторов на государственном уровне [10]. Таким образом, информационная открытость и защита интересов инвесторов на уровне страны являются дополнительными факторами снижения стоимости капитала фирмы.

Исследование Corporate Governance and Firm Performance (Lawrence D. Brown, Marcus L. Saylor), проведенное Государственным университетом штата Джорджия (США) в 2004 году, показало, что публичные компании с независимым советом директоров (явный признак высокого уровня корпоративного управления) имеют более высокие ROE, рентабельность чистой прибыли и дивидендную доходность [7].

Эмпирическое исследование Corporate Governance and Equity Prices (Gompers P., Ishii J., Metrick A., 2003) на основе анализа динамики портфеля акций, который включал данные 1500 крупнейших компаний, показало, что покупка акций 10 % лучших компаний по уровню корпоративного управления и короткая продажа (шорт) 10 % худших компаний позволила инвестору заработать 8,5 % доходности сверх доходности рыночного индекса (abnormal return). Авторы также обнаружили, что компании, соблюдающие права акционеров, имеют небольшие инвестиционные затраты и делают меньше сделок M&A, ограничиваясь органическим ростом [8].

Российский нефтегазовый сектор в целом существенно недооценен по сравнению с зарубежными аналогами. Значительный эффект в увеличении капитализации менеджеры могут достичь за счет внедрения лучших норм корпоративного управления и следования им. В исследовании тестируем гипотезу о влиянии уровня корпоративного управления на рыночную стоимость нефтегазовых компаний России на основе анализа 10 крупнейших вертикально-интегрированных компаний. В анализе не участвуют глобальные ВИНК, поскольку минимальный уровень корпоративного управления крупнейших американских и европейских корпораций довольно высок, и его дальнейшее повышение не будет иметь заметного эффекта для капитализации.

В качестве показателя стоимости используем коэффициент Тобина Q (отношение рыночной стоимости компании к ее балансовой стоимости). Если коэффициент Тобина превышает 1, это значит, что рыночная стоимость превышает балансовую стоимость активов компании. Чем больше данный коэффициент, тем инвесторы дороже оценивают не поддающиеся учёту активы компании или ожидают высоких темпов ее развития. Значение данного коэффициента для нашей выборки варьируется от 0,4 до 6,6. Для российского рынка и для нефтегазового сектора существуют несколько типов специфических рисков. В России для ведения успешного бизнеса в стратегических отраслях экономики, к которым относится добыча нефти и газа, крайне важна государственная поддержка, в первую очередь необходимая при распределении запасов на аукционах, при предоставлении налоговых льгот и др. В России в последние годы крупные месторождения из государственного фонда распределяются среди государственных или окологосударственных компаний. Частные нефтегазовые компании, которые столкнулись со стагнацией добычи внутри страны, активно инвестируют в международные upstream-проекты. Учитывая, что большинство неразрабатываемых запасов страны относится к категории труднодоступных, важно привлечение к их разработке зарубежных инвесторов с целью получения финансовой и технологической поддержки. Так, государственная компания Роснефть, выбранная государством для освоения арктических территорий, заключила договор с мировым гигантом Exxon

Mobil, который предоставит финансирование на этапе геологоразведки и технологический опыт для освоения.

Учитывая специфические риски для нефтегазовых компаний в России, мы попытались создать свой собственный рейтинг, позволяющий оценить риски для потенциальных инвесторов, связанные с уровнем корпоративной политики в организации. Для этого определим группы критериев для оценки отрасли:

1. Информационная прозрачность и дисциплина. Многие нефтегазовые компании России по уровню информационной прозрачности сильно уступают аналогам даже из развивающихся рынков. Это в первую очередь относится к качеству отчетности. Отчетность по РСБУ способствует большей гибкости при раскрытии операций и не всегда позволяет получить полное представление о ситуации в компании. Для инвесторов позитивным фактором является публикация анализа менеджмента результатов деятельности компании (MD&A), в котором руководство компании выделяет основные тенденции развития компании и дает комментарии относительно производственных и финансовых данных. Так же важным является частота публикация отчетов.

2. Состав акционеров. Как уже отмечалось выше, в России для успешной деятельности в любой стратегической отрасли важна лояльность государства к контролирующим акционерам. Для российской нефтегазовой отрасли характерно доминирование государственных и частно-государственных компаний. С одной стороны, государственный контроль является позитивным фактором для инвесторов, поскольку он исключает риск ухудшения взаимоотношения компании с государственными органами, с другой, государственные компании исторически являются менее эффективными и часто несут на себе социальную нагрузку (хотя вопрос эффективности российских государственных компаний является спорным). Присутствие в акционерном капитале глобальных лидеров является положительным фактором, поскольку приход такого акционера сопровождается существенным улучшением качества управления и снижает риски ущемления прав миноритарных акционеров. Исходя из примеров из разных отраслей, российские компании, в акционерном капитале которых участвуют мировые лидеры, показывают более высокую эффективность и высокие темпы развития бизнеса.

3. Качество менеджмента и эффективность проводимой инвестиционной политики. Качество менеджмента является определяющим фактором для формирования рыночной стоимости компании на развивающихся рынках. Под качеством менеджмента принято понимать квалификационные характеристики высших руководителей организации (СЕО, СІО, CFO и т.д.), их опыт, навыки, умение вести переговоры на глобальном уровне. Эффективность инвестиционной политики – один из критериев оценки качества управления, поскольку политика выбора объектов инвестирования свидетельствует об уровне компетенции менеджмента. Не все проекты максимизируют акционерную стоимость. Компании применяют

разный уровень ставок отсечения по проектам. Некоторые зачастую инвестируют в достаточно сомнительные проекты со ставкой доходности менее ставки прогнозируемой инфляции. Например, внутренняя норма доходности проекта разработки Бованенковского нефтегазоконденсатного месторождения (крупнейший проект Газпрома) находится на уровне 7,5 %, в то время как приемлемым для нефтегазовой отрасли считается уровень в 15 - 17 %. Снижение стоимости компании из-за инвестирования в новые проекты может произойти в результате неправильной оценки или же изменения ситуации на рынке (например, снижение цен на нефть ниже определенного уровня делает проект неэффективным). Грамотный менеджмент управляет портфелем проектов всегда с учетом вероятности изменения ситуации, поэтому особое значение в этих условиях приобретает риск-менеджмент. Многие глобальные нефтегазовые компании понимают необходимость зарубежной экспансии. В первую очередь это связано с необходимостью воспроизводства запасов и увеличения перерабатывающих мощностей. Присутствие компании на глобальных рынках улучшает ее имидж и свидетельствует о желании собственников строить глобально-ориентированный бизнес.

4. Совет директоров. Совет директоров выступает связующим звеном интересов собственников и менеджмента. Но не всегда совет директоров действует независимо, способствуя исключению агентских конфликтов и максимизации стоимости компании. Это происходит из-за отсутствия персональной ответственности членов при принятии решений и недостаточной грамотности для реализации стратегии развития компании. Поэтому привлекаются независимые директора, чаще всего директора крупных глобальных корпораций, которые могут привнести в компанию лучшую практику корпоративного управления Запада. Лучшей практикой является разграничение менеджмента и совета директоров, т.е. когда в совет не входят менеджеры организации, а их замещают независимые директора.

Исходя из вышеописанных групп факторов, которые, по нашему мнению, наиболее полно охватывают специфику нефтегазовой отрасли и российского рынка в целом, нами сформирован рейтинг корпоративного управления для нефтегазовых компаний развивающихся рынков. Расчет рейтинга для анализируемых компаний представлен в Приложении № 1. Чем выше итоговое значение, тем выше уровень корпоративного управления. Часть вопросов рейтинга предполагают ответы: да или нет.

Ниже представлен график зависимости рыночной стоимости от рейтинга корпоративного управления на основе данных 10 российских ВИНК.

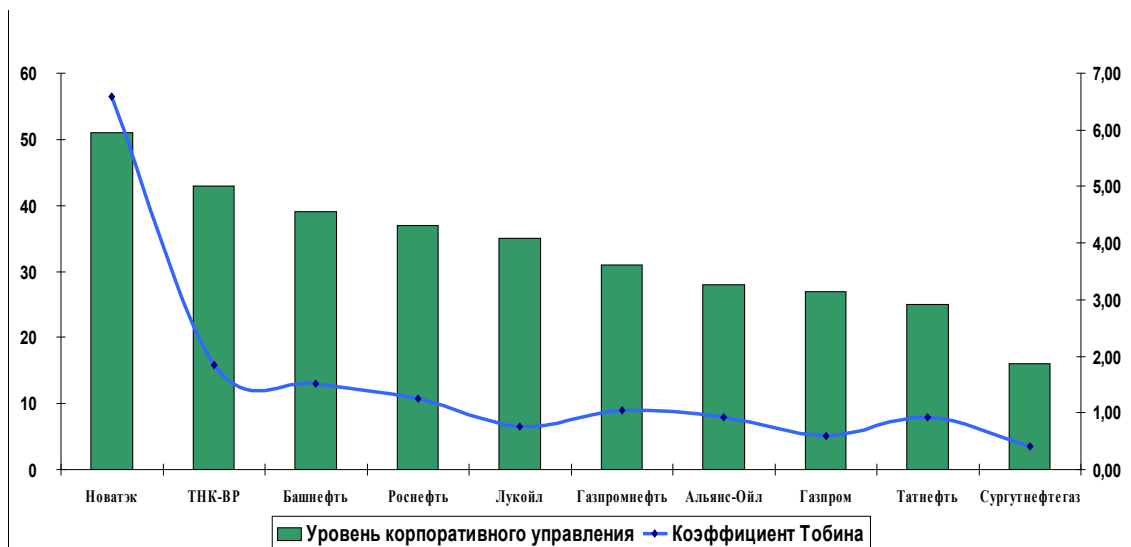


Рис. 1. Уровень корпоративного управления и коэффициент Тобина для российских ВИНК (Источник: данные компаний, Bloomberg)

Из графика следует, что компании с высоким рейтингом корпоративного управления имеют более высокий коэффициент Тобина. Оценим статистически силу данной зависимости.

Выдвинем гипотезу: чем выше уровень корпоративного управления в российских нефтегазовых компаниях, тем выше рыночная оценка компании, выраженная через коэффициент Тобина Q .

Построим регрессию вида:

$$\text{MarketValue} = c + a * \text{CorpGov},$$

где MarketValue – показатель рыночной стоимости (коэффициент Тобина);

CorpGov – рейтинг корпоративного управления.

График регрессионной зависимости представлен на рис. 2.

Регрессия является статистически значимой, об этом свидетельствует высокое значение коэффициента R^2 – табл. 1.

Значение коэффициента R^2 свидетельствует о наличии близкой к высокой мере тесноты связи (шкала Чеддока). Поскольку в данном случае имеет место простая линейная регрессия, то коэффициент множественный R равен коэффициенту корреляции. Коэффициент корреляции, близкий к 1, говорит о наличии четко выраженной тенденции. Несмотря на то, что результаты статистически сильные, они могут быть недостоверными из-за небольшой выборки (всего 10 компаний).

Следует отдельно остановиться на значениях t -статистики и F -критерия Фишера. Данные инструменты анализа используются для оценки значимости уравнения регрессии и как основа для расчета других показателей.

Для нашей регрессии значение F равно 0,00385 (меньше 11,99), это свидетельствует о применимости уравнения регрессии для дальнейших исследований.

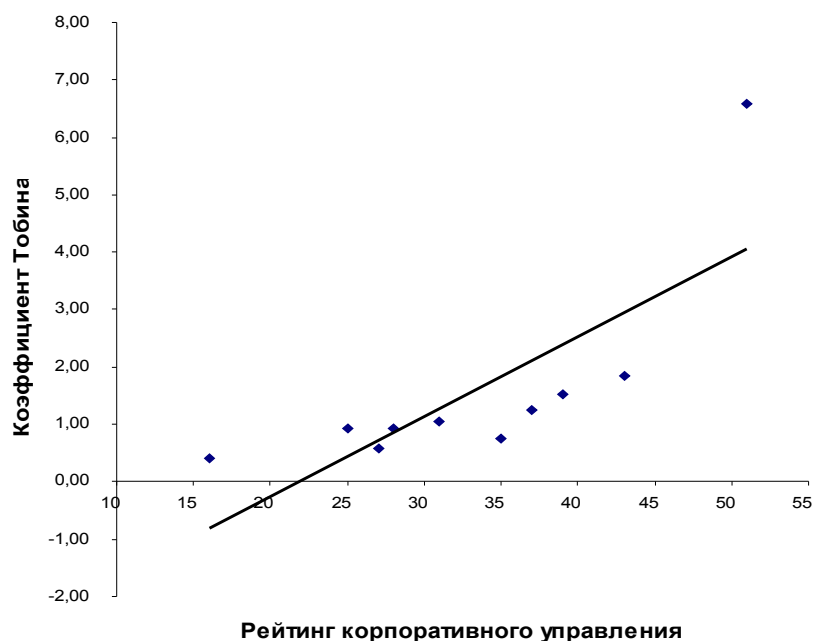


Рис. 2. Зависимость стоимости компаний от уровня корпоративного управления
(Источник: данные компаний, Bloomberg)

Таблица 1. Результаты регрессионной статистики

Множественный R	0,77
R-квадрат	0,60
Нормированный R-квадрат	0,55
Стандартная ошибка	1,21
Наблюдения	10

Таблица 2. Результаты дисперсионного анализа

	df	SS	MS	F	Значимость F
Регрессия	1	17,6711	17,6711	11,9921	0,0085
Остаток	8	11,7885	1,4736	0,0000	0,0000
Итого	9	29,4596	0,0000	0,0000	0,0000

Таблица 3. Результаты дисперсионного анализа (продолжение)

	Коэффициенты	Стандартная ошибка	t	P	Нижние 95 %	Верхние 95 %	Нижние 95,0 %	Верхние 95,0 %
Y-пересечение	-3,107	1,409	-2,206	0,058	-6,356	0,141	-6,356	0,141
Переменная X1	0,142	0,041	3,463	0,009	0,047	0,236	0,047	0,236

Значение критического t-критерия Стьюдента с учетом степеней свободы (8) и уровня значимости (0,05) равно 1,86. Таким образом, значение t-статистики указывает на значимость коэффициента при X_1 и низкий уровень значимости свободного члена уравнения.

Итоговое уравнение зависимости принимает вид: $Y = 0,142 * X - 3,107$.

Результаты исследования свидетельствуют о значимости нашей регрессионной модели и о правоте тестируемой гипотезы. Таким образом, компании с высоким рейтингом корпоративного управления, составленного с учетом специфических факторов российского рынка и нефтегазовой отрасли, имеют высокую рыночную оценку своих активов. Одной из самых дорогих компаний по коэффициенту Тобина Q является Новатэк, его рейтинг корпоративного управления по предложенной шкале – 51. Столь высокая оценка компании по сравнению с аналогами связана в первую очередь с активным участием иностранных инвесторов как в капитале и проектах компании, так и в ее управлении компанией. Инвестиционная политика Новатэка предполагает исключительно проекты с высокой внутренней нормой доходности. Так же явным положительным моментом для капитализации является то, что деятельность компании активно поддерживается на государственном уровне.

**Приложение №1. Расчет рейтинга корпоративного управления
для российских нефтегазовых компаний:**

Группа	Критерии	Новатэк	ТНК-ВР	Башнефть	Роснефть	ГПнефть	Татнефть	Альянс	Лукойл	Газпром	Сургут
Информационная прозрачность и отношение к акционерам	1. Публикация отчетности по МСФО или GAAP (квартал - 5, полугодие - 4, год - 3, только РСБУ - 0)	5	4	5	5	5	3	5	5	5	0
	2. Качество раскрытия информация (max - 5)	5	4	3	5	5	2	3	3	3	2
	3. Корпоративное поведение (max - 5)	5	2	4	3	2	2	2	1	1	1
	3. Дивидендная политика (стабильные дивиденды - 4, в зависимости от инвестиционных потребностей - 3, в зависимости от потребностей контролирующих акционеров - 2, частота выплат не определена - 1, несущественные или отсутствуют - 0)	3	4	4	0	0	2	0	0	0	4
Состав акционеров	1. Возможность влияния политических рисков (max - 5)	5	2	4	4	4	4	2	3	4	2
	2. Наличие крупного акционера (из числа мировых majors - 5, государства - 4, из профильных фондов - 3, топ-менеджмента - 2, отсутствие информации о конечных бенефициарах - 0)	5	5	3	4	4	4	2	2	4	0
Качество менеджмента и эффективность проводимой инвестиционной политики	1. Открытость менеджмента по отношению к акционерам и инвесторам (max - 3)	3	2	2	2	1	1	1	3	2	1
	2. Квалификация менеджмента, опыт, навыки, вес в отрасли (max - 3)	3	3	2	1	1	1	1	3	2	1
	3. Максимизируют ли существующие проекты стоимость компании (max - 5)	5	4	4	2	2	2	2	3	1	1
	4. Высока ли чувствительность прибыльности текущих проектов к изменению рыночной конъюнктуры и налогового режима (max - 3)	3	2	2	2	2	2	2	2	1	2
	5. Проводит ли компания международный аудит запасов (да - 2, нет - 0)	2	2	2	2	2	0	2	2	0	0
	6. Ставит ли менеджмент компании задачу стать глобальной компанией в отрасли (max - 3)	2	3	2	3	2	1	1	3	3	1
Совет директоров	1. Действует ли совет директоров независимо от менеджмента (max - 3)	2	2	2	1	1	1	2	2	1	1
	2. Наличие в совете независимых директоров с опытом в глобальных компаниях отрасли (да - 3, нет - 0)	3	3	0	3	0	0	3	3	0	0
Итого		51	42	39	37	31	25	28	35	27	16
Мсар/BV		6,59	1,85	1,52	1,25	1,04	0,93	0,93	0,75	0,59	0,41

Литература

1. Институт корпоративного права и управления. URL: <http://www.iclg.ru> (дата обращения: 03.06.2011).
2. Национальный рейтинг корпоративного управления // Российский институт директоров : [сайт]. URL: <http://www.rid.ru/rating> (дата обращения: 20.07.2011).
3. Принципы корпоративного управления ОЭСР // Корпоративное управление в России : [сайт]. URL: <http://www.corp-gov.ru/projects/principles-ru.pdf> (дата обращения: 09.08.2011).
4. Global Investor Opinion Survey: Key Findings. McKinsey, 2002. URL: <http://ww1.mckinsey.com/clientservice/organizationleadership/service/corpgovernance/PDF/GlobalInvestorOpinionSurvey2002.pdf> (дата обращения: 14.12.2011).
5. Black B.S., Love I., Rachinsky A. Corporate governance indices and firms' market values: Time series evidence from Russia // *Emerging Markets Review*. 2005. Vol. 7. Issue 4. PP. 361 - 379. doi:10.1016/j.ememar.2006.09.004
6. Black B. The corporate governance behavior and market value of Russian firms // *Emerging Markets Review*. 2001. Vol. 2. Issue 2. PP. 89 - 108. doi:10.1016/S1566-0141(01)00012-7
7. Brown, Lawrence D. and Caylor, Marcus L., Corporate governance and firm performance // *Social Science Research Network*. December 7, 2004. URL: <http://ssrn.com/abstract=586423> . doi:10.2139/ssrn.586423
8. Gompers P., Ishii J., Metrick A. Corporate governance and equity prices // *Quarterly Journal of Economics*. 2003. Vol. 118 (1). PP. 107 - 155. doi: 10.1162/00335530360535162
9. Iskander, Magdi R. and Nadereh Chamlou. Corporate Governance: A Framework for Implementation – Overview. The World Bank Group, 2000. URL: http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/WDSP/IB/2004/11/22/000012009_20041122124501/Rendered/PDF/30446.pdf (дата обращения: 20.05.2011).
10. Kevin C.W. Chen, Zhihong Chen, John K.C. Wei. Disclosure, Corporate Governance and the Cost of Equity Capital in Emerging Markets. October 2004. URL: http://www.accountancy.smu.edu.sg/research/seminar/pdf/kevin_chen.pdf (дата обращения: 14.08.2011).
11. Morck R., Shleifer A., Vishny R. Management ownership and market valuation: An empirical analysis // *Journal of Financial Economics*. 1988. Vol. 20 (January-March). PP. 293 - 315. doi:10.1016/0304-405X(88)90048-7
12. Newell R., Wilson, G. A premium for good governance // *The McKinsey Quarterly*. 2002. Vol. 3. PP. 20 - 23.

THE IMPACT OF CORPORATE GOVERNANCE PRACTICES ON THE VALUE OF RUSSIAN INTEGRATED OIL AND GAS COMPANIES

B.M. Guseynov

*Sector for the investments in the innovative development
of Center for the market and development of competitive institutions,
Institute of Economics, Russian Academy of Sciences
Moscow, Russia, e-mail: bulat2004@inbox.ru*

Abstract. *In this paper tested how level of corporate governance influence to the value of integrated oil and gas companies. Constructed a “Corporate governance Index”, which is a composite measure of 4 groups of factors: information transparency, shareholders structure, management quality, board of directors. Using regression test detected that firms with higher corporate governance rating have higher firms value. As a valuation measure used Tobin Q, which has been used in many researches as an indicator of how investors value assets and prospects of firms. Analysis is based on date of 10 largest Russian integrated oil and gas companies. Despite that during last decade the image of Russian oil and gas industry considerably increased we observe a gap in the level of corporate governance in compare with world oil majors.*

Keywords: *corporate governance, integrated oil and gas company, firm value, Tobin Q*

References

1. Institute of Corporate Law and Corporate Governance. <http://www.iclg.ru> (Last accessed 03.06.2011).
2. Natsional'nyi reiting korporativnogo upravleniya (National Corporate Governance Rating), Russian Institute of Directors. <http://www.rid.ru/rating> (Last accessed 20.07.2011).
3. Printsypy korporativnogo upravleniya OESR (OECD Principles of Corporate Governance). <http://www.corp-gov.ru/projects/principles-ru.pdf> (Last accessed 09.08.2011).
4. Global Investor Opinion Survey: Key Findings. McKinsey, 2002. <http://ww1.mckinsey.com/client/service/organizationleadership/service/corpgovernance/PDF/GlobalInvestorOpinionSurvey2002.pdf> (Last accessed 14.12.2011).
5. Black B.S., Love I., Rachinsky A. Corporate governance indices and firms' market values: Time series evidence from Russia, *Emerging Markets Review*, 2005, Vol. 7, Issue 4, PP. 361 - 379. doi:10.1016/j.ememar.2006.09.004
6. Black B. The corporate governance behavior and market value of Russian firms, *Emerging Markets Review*, 2001, Vol. 2, Issue 2, pp. 89 - 108. doi:10.1016/S1566-0141(01)00012-7

7. Brown, Lawrence D. and Caylor, Marcus L., Corporate governance and firm performance // Social Science Research Network. December 7, 2004. <http://ssrn.com/abstract=586423> . doi:10.2139/ssrn.586423
8. Gompers P., Ishii J., Metrick A. Corporate governance and equity prices, *Quarterly Journal of Economics*, 2003, Vol. 118 (1), pp. 107 - 155. doi: 10.1162/00335530360535162
9. Iskander, Magdi R. and Nadereh Chamlou. Corporate Governance: A Framework for Implementation – Overview. The World Bank Group, 2000. http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/WDSP/IB/2004/11/22/000012009_20041122124501/Rendered/PDF/30446.pdf .
10. Kevin C.W. Chen, Zhihong Chen, John K.C. Wei. Disclosure, Corporate Governance and the Cost of Equity Capital in Emerging Markets. October 2004. http://www.accountancy.smu.edu.sg/research/seminar/pdf/kevin_chen.pdf .
11. Morck R., Shleifer A., Vishny R. Management ownership and market valuation: An empirical analysis, *Journal of Financial Economics*, 1988, Vol. 20 (January-March), pp. 293 - 315. doi:10.1016/0304-405X(88)90048-7
12. Newell R., Wilson, G. A premium for good governance // *The McKinsey Quarterly*, 2002, Vol. 3, pp. 20 - 23.