

© Цой Р.А.,

ст. преподаватель кафедры «Финансово-экономический инжиниринг» РГЭУ «РИНХ»

КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ И ФОРМИРОВАНИЕ КАПИТАЛИЗАЦИИ ПУБЛИЧНЫХ КОМПАНИЙ: СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ РОС- СИЙСКИХ И АМЕРИКАНСКИХ ФИРМ

Тема корпоративного управления (КУ) является весьма плодотворной для исследователей. Многочисленные исследования, проведенные различными научными центрами и отдельными исследователями, показали наличие положительной корреляционной связи между наилучшей практикой корпоративного управления и эффективностью фирмы. Тем не менее, данная гипотеза до сих пор не является неоспоримо доказанной.

Например, в исследовании [Gompers, Ishii, and Metrick, 2003] было установлено, что американские компании с лучшей защитой прав акционеров могут рассчитывать на получение более высокого ежегодного дохода, чем компании, где акционеры чувствуют себя менее защищенными. Эти выводы были подтверждены в исследованиях [Bebchuk, Cohen and Ferrell, 2005; Cremers and Nair, 2005; Brown and Caylor, 2004, 2005, 2006], а также [Drobotz1, A. Schillhofer and Zimmermann, 2003] для компаний Германии [Repei, 2000; Zheka, 2002], для украинских фирм, [Black, Jang and Kim, 2005]

для компаний Южной Кореи, [Ghosh, 2003; Parthasarathy, Menon and Bhattacharjee, 2006] для индийских фирм.

В то же время, продолжая исследование [Gompers, Ishii, and Metrick, 2003], Лен, Патро и Жао в своей работе [Lehn, Patro, and Zhao, 2005] обнаружили корреляцию между рейтингами корпоративного управления и величиной капитализации, однако при этом не было установлено, являлось ли корпоративное управление причиной увеличения рыночной стоимости. В работах [Bhagat and Black, 2001; Fernandes, 2005] не обнаружили корреляционной связи между степенью независимости состава совета директоров и эффективностью фирмы, а в [Gordon, 2006] автор пришел к выводу, что наличие независимых директоров оказывает большее влияние на имидж компании, нежели на её эффективность. В работе [Chidambaran, Palia and Zhen, 2006] также не нашел статистически значимого подтверждения тезис о том, что «хорошее» корпоративное управление является «источником» для повышения эффективности фирмы. Таким образом, исследователи не пришли к единому мнению по поводу существования и тесноты связи между различными элементами корпоративного управления и эффективностью компаний.

К сожалению, не так многочисленны эмпирические исследования на эту тему по данным российских компаний. На данный момент известны всего шесть: [Black, 2001; Рачинский, 2003; РИД, 2003; Полиенко, Старюк, 2004; Black, Love and Rachinsky, 2005; Наливайский, Цой, 2006]. Все эти исследования подтверждают наличие положительной корреляционной связи между рейтингами корпоративного управления и рыночной стоимостью российских публичных компаний.

В настоящем исследовании сделана попытка качественного анализа формирования рыночной стоимости публичных российских и американских компаний на

основе единой методики и с учетом сложившегося в них уровня корпоративного управления. Анализ проводился по панельным данным.

Гипотезы.

Мы предполагаем, что закономерности формирования рыночной стоимости публичных компаний в целом одинаковы для экономик как развитых, так и развивающихся, к числу которых относится и Россия.

Кроме того, данное исследование позволит проверить выводы, сделанные в статье [Morck, Young, Yu, 2000], о том, что значительно более высокое значение R^2 в моделях оценивания стоимости компании на развивающихся рынках по сравнению с развитыми рынками объясняется степенью непрозрачности деятельности фирм и других институциональных факторов корпоративного управления.

Описание данных.

В российской выборке были проанализированы данные по 82 компаниям за период с 2001 по 2005 г. Использованы данные CORE-рейтинга Института корпоративного права и управления и Национального рейтинга корпоративного управления «РИД — Эксперт РА» как самых представительных по количеству участников. С целью расширения выборки наблюдений и повышения достоверности получаемых результатов было проведено их сравнение, составлен сводный рейтинг и получена несбалансированная панель, состоящая из 373 наблюдений.

В качестве показателя уровня корпоративного управления американских компаний был использован рейтинг Gov-Score, предложенный в работах Брауна и Кейлора (Brown and Caylor, 2004; 2005; 2006). Данный показатель был выбран в силу его доступности, а также достаточно большого количества факторов корпоративного управления (51), на основе которых рассчитывается рейтинг.

Рейтинг Gov-Score был составлен для более чем 3000 фирм на 1.02.2005 г. В силу ограниченности ресурсов времени и

трафика было решено ограничиться лишь фирмами, входящими в S&P500. Безусловно, искусственное ограничение размера выборки снижает валидность результатов, тем не менее, данный индекс достаточно часто используется аналитиками для иллюстрации развития фондового рынка США и экономики этой страны в целом. Таким образом, была получена несбалансированная панель, включающая 843 наблюдения по 283 компаниям за период с 2003 по 2005 гг.

Для анализа формирования рыночной стоимости компании с учетом корпоративного управления была использована методика скорректированной балансовой стоимости с учетом факторов рентабельности, финансовой устойчивости, уровня корпоративного управления и уровня развития фондового рынка в стране¹. Выбор показателей, оценивающих влияние этих факторов, проводился с учетом эконометрических требований отсутствия мультиколлинеарности в моделях.

В качестве зависимой переменной, характеризующей стоимость компании, была принята ее рыночная стоимость (MC), рассчитываемая как рыночная стоимость одной обыкновенной акции, умноженная на их общее количество. Этот показатель был выбран в связи с тем, что он характеризует стоимость компании с точки зрения инвесторов, на мнение которых должно влиять качество корпоративного управления.

Состав факторных переменных, влияющих на формирование рыночной стоимости компании, был разбит на 3 группы:

а) переменные, описывающие качество корпоративного управления (RCG):

- сводный рейтинг, основанный на оценках CORE-рейтинга Института корпоративного права и управления (ИКПУ) и Национального рейтинга корпоративного управления кон-

¹ Данная методика уже применялась нами в [Наливайский, Цой, 2006].

- сорциума «РИД — Эксперт РА» для российских компаний;
- рейтинг GovScore для американских компаний;
- б) переменные, описывающие финансовое состояние компаний:
 - чистые активы (NA) в качестве базовой стоимости компании как имущественного комплекса;
 - рентабельность продаж (PROFIT) как мера эффективности используемого капитала;
 - коэффициент долгосрочного привлечения заемных средств (FIXLOWN) в качестве показателя, определяющего степень доверия кредиторов к заемщику и влияющего на стоимость привлекаемых средств;
- с) индекс, характеризующий состояние фондового рынка в стране:
 - индекс PTC для российских компаний (RTS);
 - индекс SP500 для американских компаний (SP500).

При формировании выборки наблюдений в качестве источников информации использовались:

- а) квартальные отчеты российских компаний за 2001–2005 гг. из базы данных «Эмитент» ЗАО «Система комплексного раскрытия информации»;
- б) квартальные отчеты американских компаний из базы данных Finance.yahoo.com;
- с) данные CORE-рейтинга, присвоенные ИКПУ 40 компаниям в период 2001–2003 гг.;
- д) данные Национального рейтинга корпоративного управления, присваиваемого агентством «Эксперт РА» совместно с Российским институтом директоров, за 2004–2005 гг.;
- е) база данных, использованная в работах Брауна и Кейлора [Brown and Saylor, 2004; 2005; 2006], содержащая оценки агрегированного уровня качества корпоративного управления (Gov-Score)

по версии рейтингового агентства Institutional Shareholder Services, Inc. (Corporate Governance Quotient®).

- f) данные Российской торговой Системы (PTC);
- g) данные Standard&Poors.

Вид исследуемой
эконометрической модели:

$$LNMC = C(1) \times LNNA + C(2) \times PROFIT + C(3) \times FIXLOWN + C(4) \times RCG + C(5) \times RTS/SP500 + C(6) + \xi,$$

где LNMC = LN(MC), LNNA = LN(NA)

Тестирование моделей с фиксированными и случайными эффектами показало наличие гетероскедастичности и автокорреляции ошибок, поэтому для расчетов в дальнейшем использовался доступный обобщенный МНК, скорректированный по методике Прайса-Уинстена (Prais-Winsten regression, correlated panels corrected standard errors (PCSEs)), который при вычислении позволяет учитывать влияние этих явлений. Все вычисления проводились с помощью специализированного эконометрического пакета STATA 8.0.

Результаты.

Анализ моделей, представленных в табл. 1, показывает, что все коэффициенты и регрессия в целом имеют высокую значимость. В связи с направленностью исследования особый интерес вызывает коэффициент, стоящий при переменной RCG, описывающей уровень качества корпоративного управления в компании. Полученные результаты подтверждают гипотезу о том, что качество корпоративного управления действительно является фактором, влияющим положительно на рыночную стоимость компаний, причем как российских, так и американских.

Высокую величину свободного члена в американской модели можно интерпретировать как влияние факторов, не учтенных в модели.

Таблица 1. Результаты регрессионного анализа

	США			Россия		
Количество компаний	283			82		
Количество наблюдений	843			373		
Ln рыночной стоимости	Coef.	Std. Err.	Prob	Coef.	Std. Err.	Prob
Ln чистых активов	0,478	0,022	0	0,877	0,039	0
Рентабельность продаж	0,305	0,068	0	1,945	0,516	0
Коэф-т долгосрочного привлечения заемных средств	0,014	0,001	0	1,546	0,453	0,001
РКУ	0,003	0,002	0,047	0,001	0,000	0
SP500 (RTS)	0,000	0,000	0	0,136	0,048	0,004
C	15,090	0,270	0	-1,065	0,402	0,008
R ²	0,999			0,974		
Wald χ^2	550,11			523187,36		

Как известно, с каждым годом увеличивается доля нематериальных активов в капитализации компаний «развитых рынков». В анализируемой модели в основном учитывались финансовые составляющие стоимости. Небольшая величина свободного члена в российской модели показывает, что для формирования рыночной стоимости отечественных фирм предложенные факторы вполне исчерпывающие.

Данное обстоятельство, на наш взгляд, имеет принципиальное значение. Впечатляющее значение R² и высокая статистическая значимость факторов в полученных моделях подтверждают нашу гипотезу, что закономерности формирования рыночной стоимости публичных компаний в целом одинаковы для различных экономик. Однако капитализация компаний в «развитых экономиках», кроме учтенных нами общих финансовых факторов и уровня КУ, существенно за-

висит от других неучтенных, причем в основном нефинансовых факторов. Собственно можно предположить, что уровень развития той или иной экономической системы можно протестировать величиной влияния этих «дополнительных» факторов на капитализацию компаний.

Рассмотреть влияние корпоративного управления на стоимость компании в динамике позволяет использование фиктивных переменных, характеризующих агрегированные изменения капитализации во времени под влиянием корпоративного управления: $РКУ_{200i} = РКУ$, если рейтинг был присвоен в i-м году, и 0 — в противном случае.

Анализ полученных моделей показывает, что значимость корпоративного управления как фактора формирования стоимости в период 2003–2005 гг. только возрастает. У американских компаний эта величина незначительно колеблется возле одной точки.

Таблица 2. Параметры регрессий, учитывающих изменение влияния РКУ на капитализацию с течением времени

	США			Россия		
Количество компаний	283			82		
Количество наблюдений	843			373		
Ln рыночной стоимости	Coef.	Std. Err.	Prob	Coef.	Std. Err.	Prob
Ln чистых активов	0,476	0,023	0,000	0,862	0,040	0,000
Рентабельность продаж	0,013	0,001	0,000	2,053	0,553	0,000
Коэф-т долгосрочного привлечения заемных средств	0,307	0,066	0,000	1,537	0,403	0,000
SP500 (RTS)	0,000	0,000	0,099	0,003	0,000	0,000
РКУ2001				0,004	0,079	0,957

РКУ 2002				0,135	0,061	0,028
РКУ 2003	0,004	0,002	0,120	0,148	0,057	0,009
РКУ 2004	0,003	0,002	0,056	0,173	0,055	0,002
РКУ 2005	0,003	0,002	0,023	0,204	0,050	0,000
C	15,078	0,614	0,000	0,004	0,079	0,957
R ²	0,999			0,972		
Wald χ^2	557,51			7781,82		

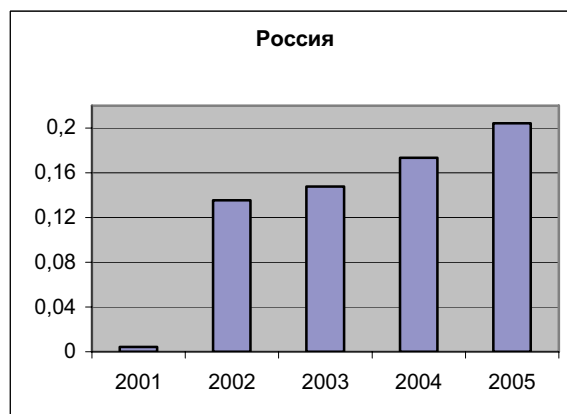
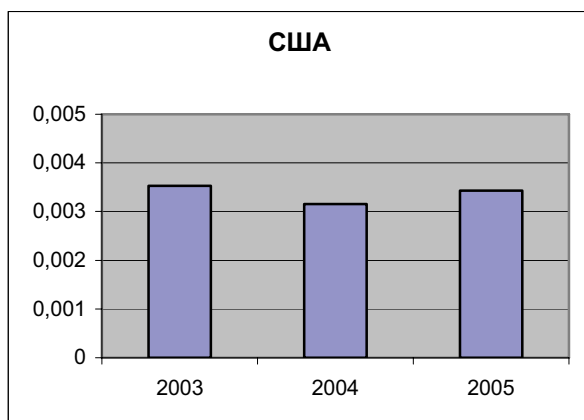


Рис.1. Коэффициенты регрессии, учитывающие изменение влияния РКУ на капитализацию с течением времени

Как видно на рис. 1, для российских компаний влияние данного фактора растет. Значение и значимость этого регрессора в 2001 г. для российской модели критически малы, что, возможно, объясняется отсутствием правовой поддержки со стороны государства и низкой информированностью инвесторов и деловой общественности о принципах корпоративного управления в тот период. После введения кодекса корпоративного управления в 2002 г., а также появившихся впоследствии различных нормативных актов Федеральной комиссии по ценным бумагам, превративших этот документ из рекомендательного в обязательный для применения его в деятельности публичных компаний, влияние корпоративного управления на величину рыночной стоимости возросло. По мнению автора, это влияние будет возрастать в течение определенного времени, а затем стабилизируется в связи с выравниванием общего уровня корпоративного управления в стране.

Рассмотренная регрессия может дать ответ на вопрос: «Почему введение стандартов корпоративного управления в практику компании не всегда дает ожи-

даемый результат?» Полученные коэффициенты регрессии показывают «среднерыночные» тенденции. Следовательно, результаты в конкретной компании могут значительно отклоняться от среднеожидаемых. Возрастание коэффициентов при регрессоре РКУ показывает, что, во-первых, «премия» за корпоративное управление в разные годы не одинакова, а во-вторых, что отдача от введения стандартов проявляется не сразу, а в средне- и долгосрочной перспективе. Тем не менее, высокая значимость коэффициентов и регрессии в целом дает основания утверждать, что рынок положительно реагирует на соблюдение норм «хорошего» корпоративного управления, причем независимо от того, в какой стране действует компания — в США или России.

Далее было проведено исследование на наличие отраслевой специфики формирования капитализации. Нами были введены фиктивные переменные, значения которых равнялись 1, если предприятие принадлежало к *i*-й отрасли, и 0 в противном случае. Для учета отраслевой специфики влияния РКУ мы ввели переменные, значения которых = РКУ, если

рейтинг присваивался компании *i*-й отрасли, и 0 в противном случае. В состав российской выборки вошли в основном промышленные компании — 75 из 82 (в скобках указано количество компаний соответствующей отрасли).

В качестве базовой была принята переменная по нефтегазовой отрасли. Как

видно из таблицы, отраслевые коэффициенты других секторов промышленности имеют отрицательный знак. Это значит, что при расчете капитализации, например электроэнергетической компании, при прочих равных условиях она будет стоить меньше нефтегазовой на коэффициент $e^{-2,2957} = 0,100691$, или в 10 раз меньше.

Таблица 3. Параметры регрессии, учитывающей отраслевую специфику формирования капитализации российских публичных компаний

	Отраслевая специфика			Отраслевая специфика влияния РКУ		
	Coef.	Std. Err.	Prob.	Coef.	Std. Err.	Prob.
Количество компаний	82			82		
Количество наблюдений	373			373		
Lp рыночной стоимости						
Lp чистых активов	0,629	0,062	0,000	0,634	0,063	0,000
Рентабельность продаж	1,000	0,264	0,000	1,126	0,300	0,000
Коеф-т долгосрочного привлечения заемных средств	1,433	0,310	0,000	1,565	0,308	0,000
Индекс РТС	0,001	0,000	0,000	0,001	0,000	0,000
РКУ	0,270	0,060	0,000			
Нефтегазовая (12)				0,516	0,061	0,000
Телекоммуникационная (16)	-0,662	0,276	0,016	0,366	0,074	0,000
Электроэнергетика (21)	-2,296	0,160	0,000	0,149	0,055	0,007
Машиностроение (8)	-1,639	0,242	0,000	0,242	0,069	0,000
Металлургия (11)	-0,999	0,125	0,000	0,369	0,059	0,000
Транспорт (5)	-1,230	0,584	0,035	0,298	0,095	0,002
Пищевая (3)	-0,395	0,481	0,412	0,408	0,107	0,000
Химическая (4)	-1,700	0,436	0,000	0,252	0,075	0,001
Торговля (2)	-1,008	0,303	0,001	0,344	0,067	0,000
_C	1,584	0,757	0,036	0,029	0,624	0,962
R ²	0,9600			0,9643		
Wald $\chi^2(5)$	11672,08			13355,63		

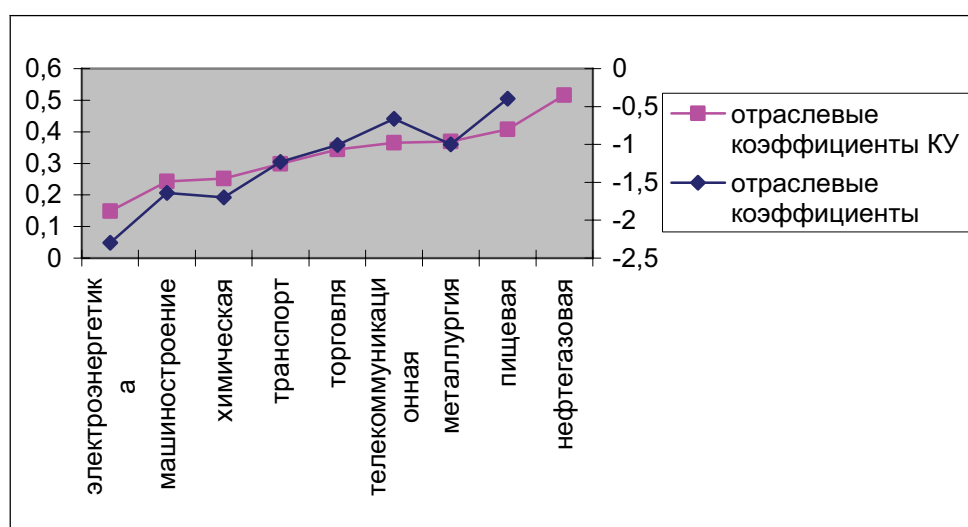


Рис. 2. Коэффициенты регрессии, учитывающие отраслевую специфику формирования капитализации российских компаний и влияния РКУ

Анализ представленных моделей позволяет выделить отрасли, для которых влияние качества корпоративного управления на стоимость компании неоспоримо и весомо: нефтегазовая, пищевая, металлургическая и телекоммуникационная, а также отрасли, для которых влияние этого фактора низкое — электроэнергетика и машиностроение. Наиболее существенное влияние качества корпоративного управления на капитализацию выявлено в компаниях нефтегазового сектора.

На рис. 2 можно увидеть различие в тенденциях влияния РКУ по отраслям: так, металлургические и телекоммуникационные компании имеют практически одинаковую премию за качество корпоративного управления, но существенно различающиеся отраслевые коэффициенты капитализации.

Отраслевой состав американской выборки существенно отличается от российской. Так самым большим количеством компаний представлен финансовый сектор Financials (51) и сектор производства и продажи товаров длительного пользования Consumer Discretionary (50). В российском же списке всего 2 торговые компании — ГУМ и ЦУМ, а финансовые вообще отсутствуют.

Анализ отраслевых коэффициентов формирования капитализации американских компаний (см. табл. 4) показал интересные результаты. Примерно на одном уровне оцениваются компании информа-

ционных технологий (Information Technology), фирмы, относящиеся к сфере здравоохранения (Health Care) и компании, производящие товары длительного пользования (Consumer Discretionary). Компании, занимающиеся коммунальным обслуживанием населения (Utilities), ценятся рынком не меньше тех, что оказывают финансовые услуги (Financials). Наибольшую прибавку к стоимости получают фирмы, занимающиеся производством товаров повседневного потребления (Consumer Staples). Компании сырьевых отраслей (Materials) и промышленности (Industrials) получают меньшую прибавку к стоимости, чем телекоммуникационные компании (Telecommunications Services), но больше, чем фирмы, занимающиеся информационными технологиями (Information Technology).

Несколько неожиданный результат дал анализ регрессии с учетом отраслевых особенностей влияния корпоративного управления. Для компаний, занимающихся коммунальным обслуживанием населения (Utilities) и финансовыми услугами (Financials), это влияние оказалось отрицательным. Теоретически это означает, что повышение рейтинга корпоративного управления для фирм этих отраслей может привести к снижению их капитализации. Возможно, именно эти компании являются «образцом для подражания» и «выше только звезды».

Таблица 4. Параметры регрессий, учитывающей отраслевую специфику формирования капитализации американских публичных компаний

1	Отраслевая специфика			Отраслевая специфика влияния РКУ		
	2			3		
Количество компаний	283			283		
Количество наблюдений	843			843		
Ln рыночной стоимости	Coef.	Std. Err.	Prob	Coef.	Std. Err.	Prob
Ln чистых активов	0,497	0,023	0,000	0,490	0,023	0,000
Рентабельность продаж	0,026	0,003	0,000	0,024	0,003	0,000
Кэф-т долгосрочного привлечения заемных средств	0,539	0,112	0,000	0,499	0,107	0,000
Индекс SP500	0,002	0,001	0,041	0,000	0,000	0,000
РКУ	0,000	0,000	0,000			
Consumer Discretionary (50)	-0,406	0,111	0,000	0,001	0,001	0,281

1	2			3		
Consumer Staples (21)	0,463	0,060	0,000	0,024	0,002	0,000
Energy (15)	-0,452	0,286	0,114	0,000	0,007	0,974
Financials (51)	-0,651	0,165	0,000	-0,006	0,003	0,024
Health Care (30)	-0,389	0,216	0,072	0,001	0,004	0,758
Industrials (31)	-0,208	0,129	0,107	0,008	0,001	0,000
Information Technology (44)	-0,371	0,059	0,000	0,003	0,001	0,045
Materials (14)	-0,103	0,046	0,026	0,010	0,002	0,000
Telecommunications Services (7)	(dropped)			0,015	0,003	0,000
Utilities (20)	-0,668	0,174	0,000	-0,006	0,002	0,009
_C	15,042	0,426	0,000	14,782	0,390	0,000
R ²	0,9993			0,9788		
Wald $\chi^2(3)$	219,45			2775,09		

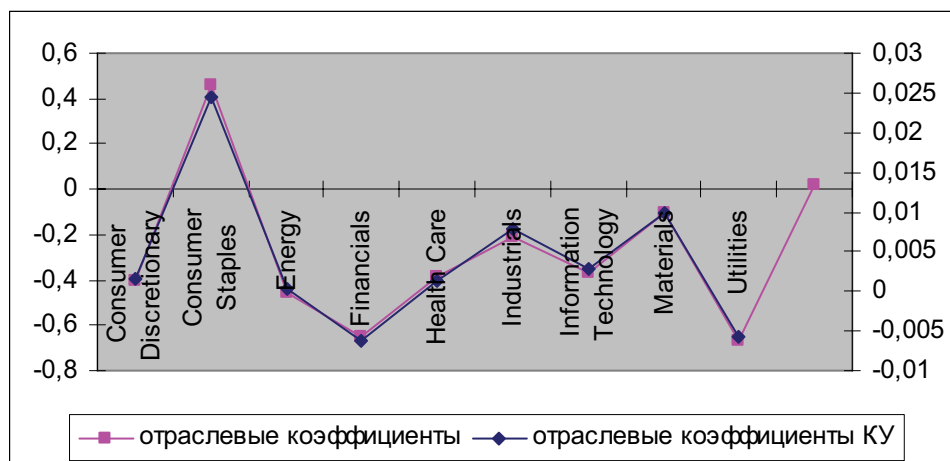


Рис. 3. Коэффициенты регрессий, учитывающие отраслевую специфику формирования капитализации американских компаний и влияния РКУ

А в целом отраслевая специфика капитализации американских компаний полностью совпадает с отраслевой спецификой влияния рейтингов корпоративного управления (см. рис.3).

Таким образом, основными выводами по проведенной работе являются:

1. Среднерыночные тенденции формирования капитализации российских и американских фирм не имеют принципиальных отличий. Это свидетельствует о «нормально-рыночном» характере развития российской экономики.

2. Небольшая величина свободного члена и высокий уровень аппроксимации моделей, рассчитанных по российским данным, свидетельствуют о незначитель-

ной роли факторов, неучтенных при разработке модели, но имеющих влияние на рыночную стоимость компаний.

3. Высокая величина свободного члена и уровня аппроксимации моделей, рассчитанных по американским данным, свидетельствует о том, что капитализация компаний США складывается в основном под воздействием факторов, не учтенных в модели, но имеющих сильное влияние. Так, среднее значение по выборке LNMC = 23,07833, а значение свободного члена ≈ 15; это значит, что неучтенные факторы составляют около 65% величины рыночной стоимости исследуемых компаний.

4. Параметры регрессий, учитывающих изменение влияния РКУ на капи-

тализацию с течением времени, показали, что в США величина «премии» за корпоративное управление уже устоялась и незначительно варьируется вокруг одной величины. В России же влияние данного фактора растет. По мнению автора, рост будет продолжаться, но, скорее всего не такими темпами, как это было в начале 2000-х гг. «Подтягивание» среднего уровня корпоративного управления в российских публичных компаниях до стандартов, предписанных в Кодексе корпоративного поведения, со временем должно также стабилизировать ситуацию в экономике.

5. Анализ регрессий с отраслевыми эффектами показал, что объяснить различие в величине влияния корпоративного управления только различной отраслевой принадлежностью компаний нельзя. На примерах показано, что компании могут иметь примерно одинаковую премию за качество корпоративного управления, но существенно различающиеся отраслевые коэффициенты капитализации, и наоборот.

6. Тем не менее, и это самое главное, корпоративное управление является фактором формирования стоимости, а величина R^2 , на взгляд автора, объясняется скорее выбором инструментальных методов исследования, нежели страновыми различиями.

БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК:

1. Наливайский В.Ю., Цой Р.А. Оценка влияния корпоративного управления на рыночную стоимость российских компаний // Вестник Санкт-Петербургского государственного университета. Серия Менеджмент. — 2006. — №3. — С. 62-84.
2. Рачинский А. Корпоративное управление и рыночная стоимость российских компаний. М., ЦЭФИР, 2003.
3. РИД при поддержке НСКУ и ФКЦБ. Раскрытие российскими АО информации о практике своего корпоративного управления и соблюдение рекомендаций Кодекса корпоративного поведения http://www.rid.ru/uploads/db2file_ru/Final%20document.pdf
4. Старюк П., Полиенко В. Корпоративное управление и стоимость компании: ситуация в России // Управление компанией. — 2004. — №1. С. 50-57, а также слайды к семинару «Влияние качества корпоративного управления в российских компаниях на их стоимость» http://www.cgc.hse.ru/files/Roundtable_present_Polienko.ppt
5. Bebchuk L.A., Cohen A., and Ferrell A. 2005. What matters in Corporate Governance? Working Paper, Harvard Law School.
6. Bhagat S., Black B. The Non-Correlation Between Board Independence and Long Term Firm Performance // Journal of Corporation Law. — 2001. — №27: 231-274.
7. Black B. 2001. The Corporate Governance Behavior and Market Value of Russian Firms. Stanford Law School. John M. Olin Program in Law and Economics. Working Paper № 212
8. Black B., Jang H., Kim W. 2005. Does Corporate Governance Predict Firms' Market Values? Evidence From Korea. European Corporate Governance Institute. Finance Working Paper No. 86/2005
9. Black B., Love I., Rachinsky A. 2005. Corporate Governance and Firms' Market Values: Time Series Evidence from Russia. University of Texas School of Law. Law and Economics Working Paper № 66. <http://ssrn.com/abstract=866988>
10. Brown L.D., Caylor M.L. 2004. Corporate Governance and Firm Performance, Working Paper, Georgia State University.
11. Brown L.D., Caylor M.L. 2005. Corporate Governance and Firm Valuation, Working Paper, Georgia State University.
12. Brown L.D., Caylor M.L. 2006. Corporate Governance and Firm Operating Performance, Working Paper, Georgia State University.
13. Chidambaran N. K., Palia D. and Zhen Y., 2006. Does Better Corporate Governance “Cause” Better Firm Performance?

14. Cremers M., Nair V. 2005. Governance mechanisms and equity prices, *Journal of Finance*, 60: 2859-2894
15. Drobetz W., Schillhofer A. and Zimmermann H. 2003. Corporate Governance and Firm Performance: Evidence from Germany. The Social Science Research Network Electronic Paper Collection
16. Fernandes N. 2005. Board Compensation and Firm Performance: The Role of "Independent" Board Members. ECGI Working Paper Series in Finance. Working Paper №. 104/2005
17. Ghosh A. 2003. Board Structure, Executive Compensation and Firm Performance in Emerging Economies: Evidence from India'. IGDR Working Paper Series. IGDR, Mumbai.
18. Gompers P., Ishii J., and Metrick A. 2003. Corporate governance and equity prices, *The Quarterly Journal of Economics* 118: 107-155.
19. Gordon J. N. 2006. Independent Directors and Stock Market Prices: The New Corporate Governance Paradigm. Columbia Law School, Columbia Center for Law and Economic Studies and ECGI. Law Working Paper №.74/2006
20. Hermalin B., Weisbach M. 2003. Boards of directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic literature, *FRBNY Economic Policy Review*, April: 7-26.
21. Lauterbach B., Tolkowsky E. 2005. Market Value Maximizing Ownership Structure when Investor Protection is Weak. Discussion Paper №. 8-2004. The Pinhas Sapir Center For Development, Tel Aviv University.
22. Lehn K., Patro S., and Zhao M. 2005. Governance Indices and Valuation Multiples: Which Causes Which?, Working Paper, University of Pittsburgh.
23. Morck R., Young B., Yu W. The Information Content of Stock Markets: Why Do Emerging Markets Have Synchronous Stock Price Movements? *Journal of Financial Economics*. 2000. Vol. 58. №1-2: 215-260.
24. Parthasarathy A., Menon K. and Bhattacharjee D. 2006. Executive Compensation, Firm Performance and Corporate Governance: An Empirical Analysis. The Social Science Research Network Electronic Paper Collection
25. Repei V. 2000. Ownership structure, Corporate Governance, and Corporate Performance: Evidence from Ukraine. National University of "Kyiv-Mohyla Academy". A thesis submitted in partial fulfillment of the requirements for the degree of Master of Arts in Economics