

# Как корпоративное управление влияет на капитализацию

ОЛЬГА ЛЫСЕНКО,  
ВИТАЛИЙ ФРОЛОВ



**Ольга Лысенко, менеджер инвестиционного департамента ГК «Комплекс-Ойл»**

В краткосрочной перспективе изменение качества корпоративного управления не оказывает значительного влияния на уровень капитализации.

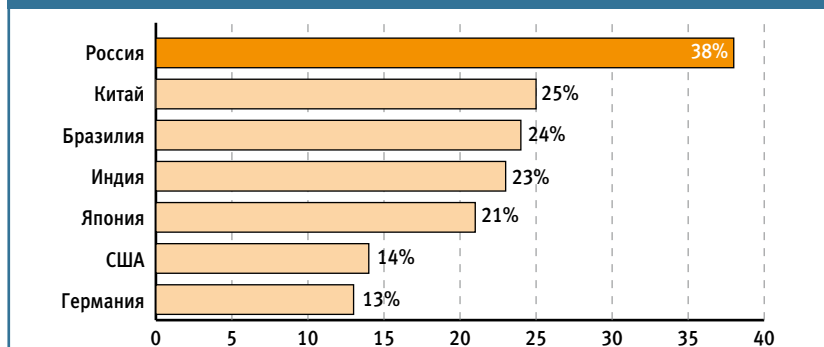
Все большее число российских компаний стремится повысить собственный уровень корпоративного управления. Большинство из них делает это в преддверии IPO, стремясь выполнить требования биржевых площадок. Однако повышение уровня управления компанией необходимо не только для включения своих ценных бумаг в листинг фондовых бирж, но и для повышения привлекательности компании в глазах потенциальных инвесторов. В этой связи возникает вопрос: действительно

ли уровень корпоративного управления влияет на стоимость акций компании?

## Премия за корпоративное управление

В теории чем выше уровень корпоративного управления в компании, тем выше должна быть ее привлекательность для потенциальных инвесторов. Так, например, еще в 2002 году McKinsey проводилось исследование с целью выявления размера премии, которую инвесторы готовы платить за компании с хорошим уровнем корпоративного управления (рис. 1). Как видно из диаграммы, в 2002 году размер премии для российских компаний был максимальным (38%) по сравнению с другими странами, что говорит о высоких рисках некачественного кор-

**Рис. 1. Размер премии, которую готовы платить инвесторы за компании с хорошим уровнем корпоративного управления\***



\*Who owns Russia? Corporate Governance Profiles — McKinsey, 2008, 137 p.

поративного управления в те, не столь отдаленные времена.

Особо следует отметить, что в данном случае речь идет о готовности платить больше за качественное корпоративное управление: соблюдение прав акционеров, эффективную работу органов управления, информационную прозрачность. Далее попробуем выяснить, а платят ли больше за компании с более высоким уровнем корпоративного управления в России?

### Стоимость акций и уровень КУ

Для того чтобы ответить на вопрос, как влияет на стоимость компании уровень корпоративного управления, посмотрим на изменение котировок обыкновенных акций российских компаний, включенных в листинги ММВБ и РТС (в сравнении с соответствующим индексом), в день объявления агентством Standard & Poor's об изменении рейтинга корпоративного управления этих компаний (см. таблицу).

Из данных, представленных в таблице, видно, что новости об изменении уровня корпоративного управления в российских компаниях почти в половине случаев не имели соответствующего воздействия на котировки их акций: при понижении или отзыве рейтинга котировки акций росли в сравнении с рынком, при повышении рейтинга — падали. Таким образом, можно сделать вывод, что в краткосрочной перспективе изменение качества корпоративного управления не имеет значи-

### Реакция рынка на изменения уровня корпоративного управления в отечественных компаниях

№	Компания	Изменения рейтинга корпоративного управления S&P	Дата события	Изменение курса акций в сравнении с индексом (ММВБ) в день события, %
1	«Аэрофлот»	Рейтинг отозван	27.07.2005	-2,74
2	«Ростелеком»	Рейтинг отозван	09.06.2006	-1,31
3	«Уралсвязьинформ»	Рейтинг отозван	17.08.2006	0,15
4	«ЦентрТелеком»	Рейтинг отозван	25.10.2007	-1,00
5	«Вимм-Билль-Данн»	Рейтинг понижен	12.05.2005	1,30
7	«ВолгаТелеком»	Рейтинг понижен	06.09.2005	3,04
8	«Северо-Западный Телеком»	Рейтинг понижен	24.12.2004	0,14
9	«СибирьТелеком»	Рейтинг понижен	24.12.2004	-1,06
10	«Дальсвязь»	Рейтинг понижен	24.12.2004	-0,39
14	«ЮТК»	Рейтинг понижен	13.02.2006	-1,95
15	«Уралсвязьинформ»	Рейтинг понижен	23.12.2004	-0,20
16	«Вимм-Билль-Данн»	Рейтинг повышен	18.05.2006	3,92
17	«ВолгаТелеком»	Рейтинг повышен	02.08.2006	2,02
18	«ВолгаТелеком»	Рейтинг повышен	19.09.2007	-4,34
19	«Северо-Западный Телеком»	Рейтинг повышен	02.11.2006	0,94
20	«СибирьТелеком»	Рейтинг повышен	02.09.2005	-1,33
22	«Дальсвязь»	Рейтинг повышен	18.07.2006	-1,62
23	«Дальсвязь»	Рейтинг повышен	02.08.2006	-2,62
24	«Дальсвязь»	Рейтинг повышен	22.11.2006	0,13
25	«Дальсвязь»	Рейтинг повышен	31.07.2007	-1,24
26	«ЦентрТелеком»*	Рейтинг повышен	05.07.2004	-0,31
27	«ЦентрТелеком»	Рейтинг повышен	23.11.2006	7,06
28	«ЮТК»	Рейтинг повышен	05.12.2005	6,29
29	«ЮТК»	Рейтинг повышен	21.11.2006	-0,69
30	«ЮТК»	Рейтинг повышен	24.08.2007	1,49
31	«Уралсвязьинформ»	Рейтинг повышен	20.10.2005	-0,98
32	«ТГК-1»	Рейтинг повышен	25.05.2007	6,55
33	«ТГК-8»	Рейтинг повышен	15.10.2007	-2,24

\* В сравнении с индексом РТС.

тельного влияния на уровень капитализации российских компаний.

Если рассмотреть более долгосрочную перспективу, то результат получится несколько иным. Так, по данным исследования «Тройки Диалог», компании с высоким уровнем корпоративного управления превосходят средневзвешенные показатели рынка на 65,9%, со средним уровнем корпоративного управления — на



**Виталий Фролов, к. э. н., главный специалист  
департамента корпоративных финансов  
ОАО «ОГК-3»**

Фактор корпоративного управления имеет важнейшее значение в долгосрочной перспективе.

9,7%, компании с низким уровнем корпоративного управления смотрелись хуже рынка на 1,4% (рис. 2а). В этой связи становится понятно, почему в составе компаний, лидирующих по росту стоимости акций в сравнении с изменением индекса РТС в 2007 году, преоб-

ладают компании с высоким уровнем корпоративного управления (рис. 2б). Среди всех компаний — лидеров роста по стоимости акций в 2007 году — доля компаний, имеющих средний или высокий уровень корпоративного управления, составляет 77%.

### Эффект будет не быстрым

Резюмируя сказанное, отметим, что, на наш взгляд, корпоративное управление является важным фактором капитализации любой публичной компании и его необходимо поддерживать на высоком уровне. Однако не стоит думать, что радикальное улучшение корпоративного управления приведет к незамедлительному росту капитализации компании; результата от этих действий следует ожидать не ранее чем через год-два. ■

**Рис. 2. Изменения котировок компаний с различными уровнями корпоративного управления относительно индекса РТС в 2007 году**

