



Андрей Цай

Директор по развитию Северо-Западного федерального округа

ОАО «Регистратор Р.О.С.Т.»

КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ КАК ФАКТОР УПРАВЛЕНИЯ СТОИМОСТЬЮ БИЗНЕСА

КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ — ЭТО ВЫБРАННЫЙ КОМПАНИЕЙ СПОСОБ ВЗАИМОДЕЙСТВИЯ МЕЖДУ АКЦИОНЕРАМИ, СОВЕТОМ ДИРЕКТОРОВ И МЕНЕДЖМЕНТОМ, ОБЕСПЕЧИВАЮЩИЙ СПРАВЕДЛИВОЕ И РАВНОПРАВНОЕ РАСПРЕДЕЛЕНИЕ РЕЗУЛЬТАТОВ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ МЕЖДУ АКЦИОНЕРАМИ, А ТАКЖЕ ИНЫМИ ФИНАНСОВО ЗАИНТЕРЕСОВАННЫМИ ЛИЦАМИ. ПОНЯТИЕ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ ВКЛЮЧАЕТ В СЕБЯ КОМПЛЕКС ПРАВИЛ, СОГЛАСНО КОТОРЫМ АКЦИОНЕРЫ КОНТРОЛИРУЮТ РУКОВОДСТВО КОМПАНИИ И ВЛИЯЮТ НА МЕНЕДЖМЕНТ С ЦЕЛЬЮ МАКСИМИЗАЦИИ ПРИБЫЛИ И СТОИМОСТИ КОМПАНИИ. ОБЩЕИЗВЕСТНО, ЧТО КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ ВЛИЯЕТ НА ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПОКАЗАТЕЛИ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ХОЗЯЙСТВЕННЫХ ОБЩЕСТВ И НА ИХ СПОСОБНОСТЬ ПРИВЛЕКАТЬ КАПИТАЛ, НЕОБХОДИМЫЙ ДЛЯ ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА.

Для большинства потенциальных инвесторов (в большей степени это касается инвесторов, вкладывающих денежные средства в долевые ценные бумаги — акции, в меньшей — инвесторов, приобретающих долговые ценные бумаги — векселя и облигации) уровень корпоративного управления является таким же важным показателем, как и финансовые показатели компании. Иными словами, инвесторы готовы вносить дополнительную плату за акции компаний с высоким уровнем корпоративного управления.

Начиная с 1999 г. количество исследований на тему величины вклада хорошего корпоративного управления в стои-

мость компании значительно возросло как в России (ГУ-ВШЭ), так и за рубежом (в частности, следует отметить известный опрос инвесторов, проведенный *McKinsey* в начале 2000-х гг.). Все они в той или иной мере показывают, что размер премии, которую инвесторы готовы платить за хорошее корпоративное управление, в разных странах неодинаков. Так, в США и Великобритании, где стандарты более строгие, инвесторы согласны платить на 18% больше за акции компаний с эффективным корпоративным управлением, чем за бумаги предприятий с аналогичными финансовыми показателями, но менее совершенной практикой управле-

ния. В Италии данный показатель достигал 22%, в Индонезии — 27%. По опросам, средний размер наценки на акции таких компаний для России составляет примерно 30% от стоимости акции. Кажется бы, о чем говорить? Однако некоторые микроэкономические исследования свидетельствуют о том, что стоимость компании от качества корпоративного управления не зависит. Для того чтобы прояснить эту ситуацию, обратимся к практике.

В классической финансовой теории стоимость актива определяется как дисконтированная величина чистых денежных потоков, генерируемых таким акти-



вом. При этом риски, связанные с данными потоками, учитываются путем корректировки либо самих потоков, либо ставки дисконтирования. Таким образом, механизм влияния корпоративного управления на стоимость компании соответствует логике классической финансовой теории и заключается в том, что плохое качество корпоративного управления увеличивает риски акционеров и потенциальных инвесторов, а значит, повышает стоимость капитала компании. Цена капитала выступает дисконт-фактором при оценке стоимости компании.

Если мы обратимся к современной практике оценки стоимости акционерного капитала, используемой ведущими оценщиками, то заметим, что, как правило, капитализируется рейтинг корпоративного управления, присваиваемый авторитетным органом, например *Standard & Poor's*. Остановимся более подробно на той составляющей рейтинга, которая затрагивает «регистраторский цех». Следует заметить, что за последний год *Standard & Poor's* расширил раздел, который посвящен ведению реестра. Если ранее при рассмотрении факта наличия независимого регистратора как фактора, влияющего на качество корпоративного управления, учитывался исключительно формальный признак аффилированности регистратора и эмитента, то в 2007 г. появились новые тенденции в этом направлении. Так, при оценке рейтинга корпоративного управления некоторых эмитентов, образовавшихся в ходе реструктуризации РАО «ЕЭС России», *Standard & Poor's* обращает внимание на то, что сдерживающее влияние на уровень балла оказывают наличие сомнений в независимости регистратора акций эмитента и

риски, связанные с предстоящей дополнительной эмиссией акций. Существует обеспокоенность относительно возможности регистратора акций эмитента во всех случаях сохранять независимость в отношении мажоритарного акционера РАО «ЕЭС России», поскольку существенная часть портфеля клиентов регистратора — дочерние компании холдинга. С негативной стороны практику корпоративного управления характеризуют признаки недостаточной независимости регистратора акций и неопределенность по поводу будущих эмиссий акций. Вызывает озабоченность тот факт, что в адрес регистратора акций эмитента в нескольких случаях (не имеющих отношения к эмитенту) были выдвинуты обвинения в том, что он сообщил РАО «ЕЭС России» информацию о результатах голосования миноритарных акционеров до того, как холдинг передал свои голоса.

Несомненно, при современном состоянии российской системы управления, когда контролирующие акционеры имеют сильное влияние, такое расширение понятия аффилированности регистратора носит положительный характер и создает объективную картину корпоративного управления в компании-эмитенте для портфельных (нестратегических) инвесторов, предоставляя им более полную информацию о рисках инвестирования.

Для оцениваемых компаний, не имеющих «официального» рейтинга, применяется собственная, разработанная самим оценщиком система оценки корпоративного управления. Обычно эта система в той или иной степени учитывает все ключевые признаки хорошо организованной системы корпоративного управления, такие как:

- структура собственности;
- наличие кодекса корпоративного управления;
- количество независимых членов в совете директоров;
- раскрытие информации;
- наличие и содержание внутренних документов, регламентирующих работу органов управления компании.

Как правило, отдельно оцениваются риски невыплаты дивидендов в будущем.

Собственно, на ставку дисконтирования влияет не сам рейтинг корпоративного управления, а отрыв от лидеров отрасли по этому показателю, т. е. для лидера отрасли по параметру «корпоративное управление» вклад равен нулю. Чем больше отрыв от лидера, тем больше вклад в ставку дисконтирования.

Если рассматривать влияние такого фактора, как «качество корпоративного управления», на формирование ставки дисконтирования, то можно заметить, что оно значительно ниже 30% — премии, которую, согласно опросам, готовы платить инвесторы за качество корпоративного управления. Эта ситуация вполне справедлива: убыточная компания с отличным корпоративным управлением не получит высокой оценки рынка.

Корпоративное управление становится стоимостным фактором посредством влияния на основные факторы, такие как прибыль, денежный поток, доля рынка.

Таким образом, для того чтобы капитализация компании неуклонно росла, необходимо становиться лидером отрасли по всем показателям, в том числе (а может быть, и в первую очередь) по уровню качества корпоративного управления. ■

НОВОСТИ НДС

Совет директоров НДС назначил дату проведения Общего собрания членов Партнерства

2 апреля 2008 г. состоялось заседание Совета директоров НДС, на котором было принято решение о созыве Общего собрания членов Некоммерческого партнерства «Национальный депозитарный центр» 25 апреля 2008 г. Совет директоров НДС утвердил проект повестки дня Общего собрания членов Партнерства, согласно которой будет заслушан отчет Директора Некоммерческого партнерства «Национальный депозитарный центр» о деятельности НДС в 2007 г., рассмотрены вопросы исполнения Сметы доходов и расходов НДС за 2007 г., материалы аудиторской проверки бухгалтерской отчетности НДС за 2007 г., отчет Ревизионной комиссии Партнерства по итогам фи-

нансово-хозяйственной деятельности НДС за 2007 г. Общее собрание членов Партнерства рассмотрит также вопрос об избрании членов Ревизионной комиссии НДС.

Совет директоров НДС рекомендовал Общему собранию членов Партнерства принять решение о приобретении НДС обыкновенных именных бездокументарных акций РДК в рамках проводимого размещения дополнительных акций.

Совет директоров НДС одобрил проведение операционного аудита НДС в 2008 г., осуществляемого в соответствии с рекомендациями международного рейтингового агентства *Thomas Murray*, и утвердил в качестве независимого аудитора компанию ЗАО «Делойт и Туш СНГ».