



Биржевые и регуляторные механизмы поддержки стратегии повышения акционерной стоимости компаний: мировой опыт и российская практика

Алексей Леонидович Рожковский

E-mail: arozhkovskiy@gmail.com, ORCID: 0000-0003-1796-356X
ПАО «ЭсЭфАй», г. Москва, Российская Федерация

Аннотация

Введение. Стратегия повышения акционерной стоимости компаний становится ключевым направлением развития корпоративного управления и инвестиционной привлекательности. В 2025 г. Московская биржа и Банк России запустили индекс создания акционерной стоимости (MVBI). Цель статьи — исследовать теоретические и прикладные аспекты формирования индекса MVBI в контексте международного опыта, а также оценить регуляторные подходы Банка России к формированию стратегии создания ценности на уровне публичных компаний.

Методы. Нормативно-сравнительный анализ регламентов и эмпирических исследований; описательный событийный анализ (окна [-5; +20], [-1; +3]) и нормировка индексов на ежедневных данных за период 22.07.2025 – 31.10.2025. Эмпирическую базу составили рыночные данные и документы Московской биржи, Банка России, международных фондовых индексов (японский JPX-Nikkei 400, бразильский IGC, турецкий BIST CGI и др.), а также зарубежные эмпирические исследования.

Результаты. Установлено, что MVBI опирается на международные практики и уже на старте продемонстрировал умеренную относительную устойчивость к снижению рынка на ценовой базе индекса: за июль – октябрь 2025 г. нормированное изменение MVBI $\approx -8,9\%$ против $\approx -10,7\%$ у IMOEX. По совокупности шести эмитентов, включенных в индекс на дату его первоначального формирования, получена положительная кумулятивная средняя аномальная доходность (Cumulative Mean Fnormal Return – CMAR) на окне [+1; +20] дней, составившая $\approx +2,6$ п. п.

Обсуждение. Идентифицированы доминирующие каналы воздействия (информационный, поведенческо-репутационный, стоимость капитала); показана ограниченность текущей методологии в части внутренних KPI¹ и учета ESG²-факторов. Предложены уточнения: интеграция ROIC/EVA³ и релевантных ESG-метрик, формализация связки KPI-вознаграждение менеджмента.

Заключение. Индекс MVBI и методические рекомендации Банка России обладают высоким потенциалом трансформации корпоративных практик в направлении устойчивого роста акционерной стоимости, но требуют дальнейшей адаптации к условиям российского фондового рынка с учетом

¹ KPI (Key Performance Indicators) — ключевые показатели эффективности, выраженные в цифрах или процентах; позволяют объективно оценивать результаты работы компании, подразделения или отдельных сотрудников.

² ESG (Environmental, Social, Governance) — «природа, общество, управление»; свод правил и подходов к ведению бизнеса, способствующих его устойчивому развитию.

³ ROIC (Return On Invested Capital) — рентабельность инвестированного капитала (коэффициент, применяемый в анализе по оценке рыночной стоимости); EVA (Economic Value Added) — экономическая добавленная стоимость.

международного опыта. Текущий горизонт наблюдений по индексу MVBI не позволяет формулировать статистически значимые выводы; необходима дальнейшая эмпирическая проверка (панельные оценки влияния участия в MVBI на мультипликаторы и премии за риск).

Ключевые слова: акционерная стоимость, фондовые индексы, корпоративное управление, Total Shareholder Return (TSR)⁴, стратегия создания ценности

JEL: G30, G34, M21

Примечание: статья публикуется в авторской редакции.

Для цитирования: Рожковский А. Л. Биржевые и регуляторные механизмы поддержки стратегии повышения акционерной стоимости компаний: мировой опыт и российская практика // Финансовый журнал. 2026. Т. 18. № 1. С. 95–112. <https://doi.org/10.31107/2075-1990-2026-1-95-112>.

© Рожковский А. Л., 2026

<https://doi.org/10.31107/2075-1990-2026-1-95-112>

Exchange-Based and Regulatory Mechanisms for Supporting Corporate Shareholder Value Strategies: International Experience and Russian Practice

Alexey L. Rozhkovskiy

PJSC “SFI”, Moscow, Russian Federation

arozhkovskiy@gmail.com, <https://orcid.org/0000-0003-1796-356X>

Abstract

Introduction. Strengthening shareholder value has become a central direction in corporate governance and market attractiveness. In 2025, the Moscow Exchange and the Bank of Russia launched the MOEX Value Building Index (MVBI). This study examines the theoretical and applied foundations of MVBI in the context of international experience and evaluates the Bank of Russia’s regulatory approaches to developing value-creation strategies for public companies.

Methods. The research employs normative-comparative analysis of regulations and empirical studies, a descriptive event-study (windows [–5; +20], [–1; +3]), and index normalization using daily data for July 22 – October 31, 2025. The empirical base includes market data and documents of the Moscow Exchange, the Bank of Russia, and comparable stock market indices, including the JPX-Nikkei 400 (Japan), IGC (Brazil), and BIST Corporate Governance Index (Turkey), together with relevant foreign empirical evidence.

Results. MVBI follows international practice and, during its initial phase (July–October 2025), showed moderate relative resilience to the market downturn: the normalized change in MVBI \approx –8.9% versus –10.7% for IMOEX. For the initial cohort of six issuers included in the index at the time of its first formation, the event-study analysis reveals a positive cumulative mean abnormal return (CMAR) over the [+1; +20] window, amounting to approximately +2.6 percentage points.

Discussion. The main transmission channels are informational, behavioral-reputational, and cost-of-capital. The existing framework underrepresents internal KPIs and ESG factors. Enhancements are proposed through integrating ROIC/EVA-based indicators, sector-relevant ESG metrics, and formal alignment between KPIs and executive incentives.

Conclusion. MVBI and the Bank of Russia’s methodological guidance have considerable potential to shape corporate practices toward sustainable shareholder-value growth. However, the limited observation window precludes statistical inference; further empirical testing — such as panel regressions on valuation multiples and risk premia — is required to substantiate the observed descriptive effects.

Keywords: shareholder value, stock indices, corporate governance, total shareholder return (TSR)⁴, value creation strategy

⁴ TSR (Total Shareholder Return) — совокупная акционерная доходность.

JEL: G30, G34, M21

Note: The article is published in the author's version.

For citation: Rozhkovskiy A.L. (2026). Exchange-Based and Regulatory Mechanisms for Supporting Corporate Shareholder Value Strategies: International Experience and Russian Practice. *Financial Journal*, 18 (1), 95–112 (in Russ). <https://doi.org/10.31107/2075-1990-2026-1-95-112>.

© Rozhkovskiy A.L., 2026

ВВЕДЕНИЕ

Развитие практик, направленных на повышение акционерной стоимости⁵ компаний, является актуальной задачей для финансовых рынков. Биржевые индексы являются одним из механизмов поддержки стратегии повышения акционерной стоимости наряду с такими инструментами, как сегментация по уровням листинга, требования к кодексу корпоративного управления, рекомендации по раскрытию информации и дивидендной политике.

В начале 2025 г. Банк России совместно с Московской биржей инициировал Программу создания акционерной стоимости — комплекса мер, призванных стимулировать публичные компании к росту капитализации и улучшению корпоративного управления⁶. Одним из центральных элементов программы стал новый индекс эталонных эмитентов — индекс создания стоимости MOEX (MOEX Value Building Index — MVBI), расчеты которого начались 22 июля 2025 г.⁷ Данный индекс предназначен для отслеживания динамики акций компаний, демонстрирующих высокие стандарты корпоративного управления, информационной прозрачности и ориентированных на долгосрочное увеличение ценности для акционеров. Запуск MVBI отвечает стратегической цели увеличить совокупную капитализацию российского фондового рынка (до ~66% ВВП к 2030 г. и 75% к 2036 г.⁸) и сформировать новое поколение «голубых фишек».

В свете появления на российском фондовом рынке нового индекса в настоящей работе фокус сделан именно на индексных механизмах поддержки стратегии повышения акционерной стоимости со стороны биржи и регулятора.

Механизм использования фондового индекса в качестве стимулятора «лучших практик» не нов и имеет зарубежные аналоги. В мире ряд бирж уже внедрил специальные индексы, состав которых определяется не только рыночной капитализацией компаний, но и качественными критериями эффективности и управления. Предполагается, что попадание в такой индекс служит для эмитента знаком доверия со стороны рынка и предоставляет ему определенные преимущества (рост инвестиционной привлекательности, увеличение спроса со стороны институциональных инвесторов и т. д.). Вместе с тем вопросы о влиянии включения компании в подобный индекс на ее рыночную стоимость и на поведение

⁵ Под стоимостью в данной работе понимается вероятностная денежная величина, которую потенциальный покупатель готов заплатить за компанию в результате коммерческой сделки между добровольными и компетентными сторонами. Термины «стоимость» и «ценность» используются в статье как синонимы и рассматриваются как оценочная категория, тогда как цена интерпретируется как наблюдаемый рыночный показатель, формирующийся в конкретной сделке.

⁶ Московская биржа. Программа создания акционерной стоимости. URL: <https://www.moex.com/programma-sozdaniya-aktsionernoj-stoimosti-publichnyh-aktsionerlyh-obschestv>.

⁷ РБК. Мосбиржа раскрыла состав индекса создания стоимости. URL: <https://www.rbc.ru/quote/news/article/687f991a9a7947dcf624dc87>.

⁸ Указ Президента Российской Федерации от 7 мая 2024 г. № 309 «О национальных целях развития Российской Федерации на период до 2030 года и на перспективу до 2036 года». URL: <http://www.kremlin.ru/events/president/news/73986>.

менеджмента остаются предметом эмпирических исследований. Зарубежный опыт свидетельствует, что сегментация листинга по уровням требований к раскрытию информации и специализированные индексы корпоративного управления повышают прозрачность и репутационную привлекательность эмитентов [Grimminger, Di Benedetta, 2013]. В отдельных выборках для компаний с высоким качеством корпоративного управления выявлялись более высокая оценка и доходности [Gompers, Ishii et al., 2003]. Однако устойчивое опережение рыночных бенчмарков по доходности фиксируется не во всех исследованиях и не во всех юрисдикциях [Yetgin, Ersoy, 2021; Durand, Paugam et al., 2019].

Цель данной работы — провести комплексный анализ нового индекса создания акционерной стоимости в контексте мирового опыта, а также изучить и теоретически осмыслить рекомендации регулятора по повышению акционерной стоимости.

ДАнные И МЕТОДОЛОГИЯ ИССЛЕДОВАНИЯ

Дизайн исследования. Комбинированный: нормативно-сравнительный анализ документов Банка России и Московской биржи по MVBI и сопоставимых зарубежных индексов (JPX-Nikkei 400, IGC, BIST CGI) в сочетании с прикладным анализом рыночных данных.

Данные. Ежедневные значения индекса MVBI и IMOEX как бенчмарка, а также цен акций компаний, входящих в индекс MVBI, за период 22.07.2025 – 31.10.2025 (значения на закрытие основной сессии; публичные ленты Московской биржи).

Показатели. Нормированные значения индексов I на день t :

$$I_t^* = 100 \cdot I_t / I_{t_0}, \quad (1)$$

где I_t — значение индекса I на день t ;

I_{t_0} — значение индекса I на базовый день t_0 , $t_0 = 22.07.2025$.

Кумулятивная мера средней аномальной доходности акций, входящих в индекс, за период $[a; b]$:

$$CMAR_{[a; b]} = \sum_{t=a}^b AAR_t \quad (2)$$

где $CMAR_{[a; b]}$ — кумулятивная средняя аномальная доходность за окно $[a; b]$,

a и b — границы окна события (в торговых днях) относительно даты события;

t — индекс торгового дня;

AAR_t — средняя аномальная доходность в день t :

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{i,t}, \quad (3)$$

где N — количество компаний, по акциям которых рассчитан показатель;

$AR_{i,t}$ — рыночно-скорректированная аномальная доходность акций компании i в день t :

$$AR_{i,t} = r_{i,t} - r_{m,t}, \quad (4)$$

где $r_{i,t}$ — простая доходность акций компании i в день t :

$$r_{i,t} = (P_{i,t} / P_{i,t-1}) - 1, \quad (5)$$

где $P_{i,t}$ — цена закрытия по акциям компании i в день t ;

$P_{i,t-1}$ — цена закрытия по акциям компании i в день $(t - 1)$;

$r_{m,t}$ — простая доходность индекса IMOEX, рассчитанная по аналогии с (5).

Процедуры: (1) картирование критериев включения в MVBI и схожие зарубежные индексы по официальным регламентам; (2) сравнение нормированных траекторий MVBI и IMOEX и расчет относительных изменений; (3) описательный событийный анализ (эскиз «event-study» по общепринятой методологии [MacKinlay, 1997; Kothari, Warner, 2007; Barber, Lyon, 1997]) по бумагам шести компаний стартовой корзины MVBI на окнах [-5; +20] и [-1; +3] торговых дней.

Ограничения. Короткий ряд и малое N не позволяют формулировать статистические выводы; результаты интерпретируются как описательные.

МЕХАНИЗМ ВЛИЯНИЯ ВКЛЮЧЕНИЯ В ИНДЕКС НА СТОИМОСТЬ: ОБЗОР ЛИТЕРАТУРЫ

Исследования «индексов качества» и биржевых сегментов корпоративного управления показывают, что институциональные механизмы отбора (жесткие листинговые требования, внешние рейтинги качества корпоративного управления, формализованные критерии эффективности) повышают прозрачность и узнаваемость компаний. При этом избыточная доходность не является универсальным результатом и существенно зависит от дизайна инструмента и юрисдикции [Grimminger, Di Benedetta, 2013; Gompers, Ishii et al., 2003]. Для ESG-индексов краткосрочная ценовая реакция обычно невелика; более отчетливо проявляются долгосрочные эффекты через расширение базы инвесторов и снижение рискованных премий [Durand, Paugam et al., 2019; Friede, Busch et al., 2015]. Для широких рыночных индексов классический «inclusion premium» пересматривается: часть эффекта обусловлена предшествующим отбором «сильных» фирм и изменением структуры держателей [Kasch, Sarkar, 2013; Bennett, Stulz et al., 2020]. Теоретические рамки VBM и агентской теории объясняют связь управленческих практик со стоимостью капитала [Rapaport, 1986; Jensen, Meckling, 1976], а гипотеза признания инвестора фокусируется на расширении охвата, ликвидности и аналитического покрытия [Merton, 1987]. Поведенческий механизм «policy-through-index» задокументирован на примере JPX400 (смещение управленческого фокуса на ROE) [Chattopadhyay, Shaffer et al., 2020].

Воздействие специализированных индексов реализуется по нескольким основным каналам:

1) техническому — через правила следования за индексом: фонды и стратегии пассивного управления (например, индексные ПИФы и ETF⁹) автоматически приводят портфель в соответствие с составом и весами бенчмарка (покупают включенные бумаги и продают исключенные) по регламенту ребалансировок и пересмотров, что формирует дополнительный спрос (предложение) в момент включения (исключения) и при изменении веса [Kasch, Sarkar, 2013];

2) информационному — через снижение информационной асимметрии: сам факт включения эмитента в специализированный индекс выступает публичным индикатором прохождения заданных критериев (раскрытие, ликвидность, требования к корпоративному управлению и т. п.), повышает наблюдаемость эмитента и внимание инвесторов и аналитиков, тем самым уменьшая неопределенность и издержки поиска информации [Grimminger, Di Benedetta, 2013];

3) поведенческому (репутационному) — через репутационные стимулы и дисциплинирование менеджмента: включение в индекс функционирует как «витрина» соответствия заявленным стандартам, а риск исключения усиливает мотивацию поддерживать эти стандарты [Chattopadhyay, Shaffer et al., 2020];

⁹ ПИФ — паевой инвестиционный фонд; ETF (Exchange Traded Fund) — биржевой инвестиционный фонд.

4) стоимостному — через снижение премий за риск и стабилизацию ожиданий инвесторов, что отражается в требуемой доходности и, следовательно, в стоимости капитала [Durand, Paugam et al., 2019; Merton, 1987].

Для индексов качества/ESG, как правило, доминируют каналы (2) – (4).

Применительно к MVBI — специализированному индексу с совместным участием регулятора и биржи и требованием публичной стратегии — отсутствует систематизированный анализ архитектуры, релевантных каналов воздействия и операционализированных метрик для последующей строгой идентификации; также не определена роль ESG в дизайне критериев. Исходя из проведенного обзора литературы, автором ставятся следующие вопросы:

1) как архитектура MVBI соотносится с международными типологиями и что это означает для доминирующих каналов воздействия;

2) какие наблюдаемые показатели (динамика цен, ликвидность/спреды, β , покрытие аналитиками, дивидендная дисциплина, $ROIC > WACC$) релевантны для последующей причинной оценки;

3) каким образом интегрировать ESG-метрики, усиливая сигнальную и дисциплинарную роль индекса.

Исходя из ответов на них, в статье предлагается теоретико-прикладной каркас для российской институциональной конструкции индекса качества: сравнительное позиционирование MVBI относительно международных подходов; первичная диагностическая проверка рыночной динамики и событийная апробация; операционализация показателей для дальнейшего строгого эмпирического анализа, включая направления интеграции ESG-метрик.

ИНДЕКС СОЗДАНИЯ СТОИМОСТИ МОСКОВСКОЙ БИРЖИ

Цели и запуск индекса

Индекс создания акционерной стоимости (MVBI) — новый инструмент российского фондового рынка, нацеленный на поддержку «образцовых» эмитентов и распространение лучших практик корпоративного развития. Основная идея индекса — выделить круг компаний, которые должны служить примером для рынка, демонстрируя высокий уровень корпоративного управления, прозрачности и работы с инвесторами¹⁰. Предполагается, что со временем эти «образцовые» эмитенты станут более заметными для инвесторов, привлекут дополнительный капитал, а рынок в целом получит новый ориентир качества. По сути, индекс MVBI — это бенчмарк «лучших из лучших» среди российских публичных компаний, своеобразный аналог «голубых фишек» с уклоном на качество бизнеса, а не только на размер или ликвидность.

Первоначальный состав индекса был сформирован на конкурсной основе и включает акции шести компаний из различных секторов (значения весов приведены по данным Московской биржи на дату запуска индекса)¹¹.

— ПАО «Московская биржа» — собственно оператор рынка, биржа (сектор финансов), вес в индексе 30%;

— En+ Group — крупная промышленная группа (энергетика и металлургия), вес 30%;

— SFI (ПАО «ЭсЭфАй») — инвестиционный холдинг (финансовый сектор), вес 22%;

— АО «Европлан» — ведущая лизинговая компания (финансовый сектор), вес 13%;

— АО «МТС-Банк» — коммерческий банк (группа МТС/АФК «Система»), вес ~4,7%;

— ООО «Промомед» — частная фармацевтическая компания, вес ~4,4%.

¹⁰ Коммерсантъ. Эмитенты образцового поведения. URL: <https://www.kommersant.ru/doc/7923937>.

¹¹ Московская биржа. Индекс создания стоимости. База расчета. URL: <https://www.moex.com/ru/index/MVBI/constituents>.

Стартовая корзина узкая и смещена к компаниям среднего размера. По данным публичных заявлений регулятора, к участию рассматривалось «несколько десятков»¹² эмитентов, но отбор прошли лишь немногие — с прицелом на формирование пула будущих «голубых фишек» российского рынка.

Отсутствие «голубых фишек» в стартовой корзине индекса обусловлено как процедурными, так и содержательными факторами. Участие в программе носит добровольно-заявочный характер, а решение о включении принимается с учетом соответствия критериям и готовности эмитента публично раскрывать формализованную стратегию создания акционерной стоимости. На первом этапе акцент сделан на компаниях, демонстрирующих институциональное качество корпоративного управления и готовность принять повышенные обязательства по прозрачности, дивидендной дисциплине и взаимодействию с инвесторами. Для крупных эмитентов, у которых значительная часть таких практик уже внедрена, потенциальный эффект от принятия дополнительных обязательств неочевиден. Таким образом, состав индекса ориентирован на компании с нереализованным потенциалом совершенствования управленческих процессов. Также можно отметить определенную информационную закрытость даже среди крупнейших российских эмитентов.

Состав ежегодно подтверждается и регулярно пересматривается: веса — ежеквартально, кандидаты — дважды в год.

Критерии включения

Для того чтобы акция компании могла быть включена в MVBI, эмитент должен удовлетворять целому ряду критериев, охватывающих как корпоративное управление, так и финансовую результативность. Эти критерии официально опубликованы Банком России и Мосбиржей¹³, их ключевые параметры сводятся к следующему.

1) *Приверженность Кодексу корпоративного управления.* Компания должна внедрить основные положения Кодекса корпоративного управления, утвержденного Советом директоров Банка России в 2014 г.¹⁴ (равное отношение ко всем акционерам, наличие значимой доли независимых директоров в совете, регулярная оценка стратегии и раскрытие информации о корпоративных практиках и др.).

2) *Полнота раскрытия информации и внешний рейтинг.* Эмитент обязан публиковать консолидированную финансовую отчетность по МСФО в установленном порядке. Кроме того, у компании должен быть действующий кредитный рейтинг, присвоенный одним из аккредитованных Банком России рейтинговых агентств.

3) *Прозрачная и прогрессивная дивидендная политика.* Она должна соответствовать рекомендациям Банка России (понятные принципы распределения прибыли, нацеленность на предсказуемые и стабильные выплаты акционерам). Более того, фактически выплачиваемые дивиденды должны соответствовать декларируемой политике компании.

4) *Устойчивый рост бизнеса.* Среднегодовой прирост выручки и активов за последние три года должен превышать уровень инфляции в России. По сути, бизнес компании должен расти в реальном выражении быстрее экономики. Для финансовых организаций введены специальные метрики вместо выручки: для банков — рост валовых доходов, для страховщиков — рост страховых премий, для лизинговых компаний — рост лизингового портфеля и т. п.

¹² РБК. Мосбиржа раскрыла состав индекса создания стоимости. URL: <https://www.rbc.ru/quote/news/article/687f991a9a7947dcf624dc87>.

¹³ Коммерсантъ. Эмитенты образцового поведения. URL: <https://www.kommersant.ru/doc/7923937>.

¹⁴ Банк России. Кодекс корпоративного управления. URL: https://cbr.ru/statichitml/file/59420/inf_apr_1014.pdf.

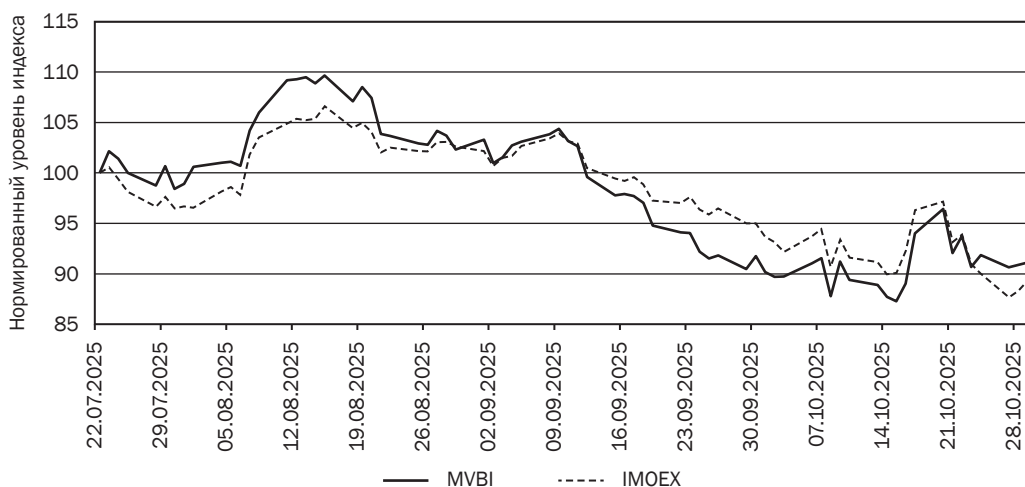
5) *Стратегия повышения акционерной стоимости.* Одно из ключевых условий — компания должна разработать и официально опубликовать стратегию повышения своей акционерной стоимости на среднесрочную и долгосрочную перспективу, при этом стратегия должна соответствовать методическим рекомендациям Банка России. Требования к содержанию такого документа достаточно подробны. В стратегии следует указать: основные цели развития компании (с фокусом на увеличение стоимости), ключевые показатели эффективности (KPI), сроки реализации мероприятий, а также механизмы оценки успеха и корректировки стратегии. Ключевым целевым индикатором регулятор предлагает сделать показатель совокупной доходности для акционеров (Total Shareholder Return — TSR).

Первые результаты

Сопоставление динамики индексов MVBI и IMOEX (рис. 1) указывает на более мягкую просадку MVBI относительно бенчмарка: изменение нормированного уровня MVBI составляет около $-8,9\%$, тогда как IMOEX — около $-10,7\%$, что соответствует опережению MVBI на $+1,8$ п. п. к заключительной дате окна. В первую неделю после запуска индекса относительное опережение достигало $+3,1$ п. п. Характер траектории согласуется с ожидаемой краткосрочной реакцией активов на рыночное нововведение. В начальный период наблюдений MVBI снижался менее резко, чем рынок в целом; однако имеющийся объем данных недостаточен для статистически обоснованных выводов о наличии премии малой капитализации или премии качества. Динамику полной доходности корректнее отслеживать по MVBITR¹⁵ по мере накопления информации по дивидендам.

Рисунок 1

Динамика нормированных значений индексов MVBI и IMOEX за период 22.07.2025 – 30.10.2025



Источник: рисунок автора по данным Московской биржи. URL: <https://www.moex.com>.

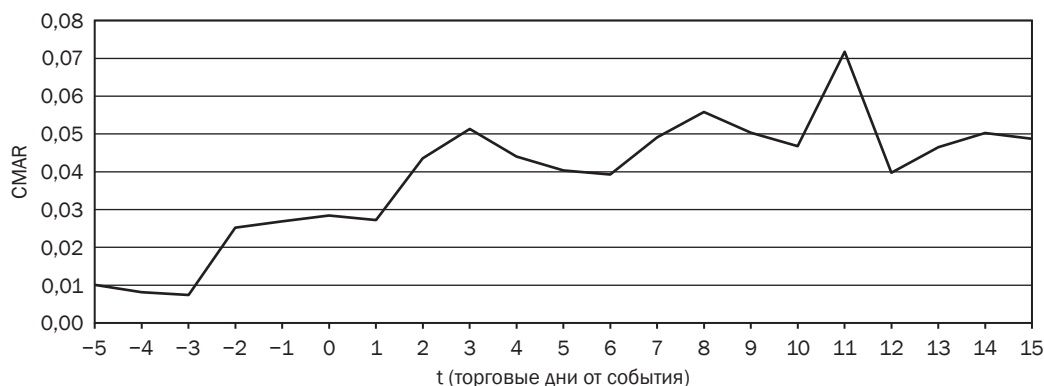
Кумулятивная средняя аномальная доходность (CMAR) на окне $[-5; +20]$ демонстрирует отсутствие выраженного предтренда: в период $[-5; -1]$ значения колеблются в пределах статистического шума ($\pm 0,2$ п. п.), что подтверждает отсутствие предвосхищающих движений перед событием. После $t=0$ наблюдается умеренная положительная кумуляция — CMAR $[+1; +20] \approx +2,6$ п. п. (рис. 2).

¹⁵ Индекс Московской биржи создания стоимости полной доходности.

Полученный профиль интерпретируется как описательная реакция, совместимая с информационно-репутационными и поведенческими каналами воздействия включения в индекс (сигнал качества, расширение базы инвесторов), при этом на текущем горизонте наблюдений статистическая идентификация эффекта невозможна вследствие короткого ряда и малого N, оценки носят предварительный характер.

Рисунок 2

Кумулятивные средние аномальные доходности (CMAR)



Источник: рисунок автора по данным Московской биржи. URL: <https://www.moex.com>.

ИНДЕКС СОЗДАНИЯ СТОИМОСТИ МОСКОВСКОЙ БИРЖИ И МИРОВОЙ ОПЫТ: СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ

Во многих странах биржи и регуляторы внедряли специализированные индексы корпоративного качества, призванные продвигать лучшие практики управления и ориентировать инвесторов на устойчивые, эффективные компании. Такие индексы включают ограниченное число эмитентов, отобранных по набору финансовых и нефинансовых критериев. Логика их появления — дополнение регуляторных требований рыночным механизмом «публичного признания» компаний с высоким качеством управления, что создает стимул выравнивания стандартов [Grimminger, Di Benedetta, 2013]. В этом контексте российский MVBI следует рассматривать как национальную реализацию «индекса качества» с усиленной институциональной составляющей, в том числе через требование публичной стратегии создания акционерной стоимости по методическим рекомендациям регулятора (см. табл. 1).

Таблица 1

Сравнение MVBI с зарубежными аналогами

Параметр сравнения	Наименование индекса			
	MVBI (Россия)	JPX400 (Япония)	IGC (Бразилия)	BIST CGI (Турция)
Основа отбора	Финансовые показатели, стратегия ценности, управление	ROE и качественные критерии управления	Листинговые правила, управление	Рейтинг корпоративного управления
Участие регулятора	Высокое (Банк России)	Среднее	Низкое	Среднее
Требование стратегии	Обязательно	Нет	Нет	Нет
Количество участников (старт)	Малое (6)	Большое (400)	Среднее (12)	Малое (5–7)
Добровольность участия	Заявка компании	Автоматический отбор	Автоматический отбор	На основе рейтинга
Частота пересмотра	2 раза в год	Ежегодно	Регулярно	Ежегодно

Источник: составлено автором.

Рассмотрим национальные особенности подобных индексов более подробно.

Япония. JPX400 задуман как перечень «качественных» компаний после периода низкой рентабельности и слабой ориентации на акционеров. Отбор основан на многолетних финансовых метриках (в т. ч. трехлетний ROE, кумулятивная операционная прибыль) при соблюдении институциональных требований (независимые директора, отчетность по международным стандартам). Исследование [Chattopadhyay, Shaffer et al., 2020] документирует поведенческую адаптацию: менеджмент целенаправленно повышал ROE, стремясь соответствовать критериям индекса. Важным усилителем сигнала выступил выбор JPX400 в качестве ориентира крупнейшим институциональным инвестором (GIPI), что обеспечило устойчивое внимание к эмитентам из состава индекса. Отмечается и риск «перекося к метрике» — чрезмерная концентрация на ROE способна сдерживать долгосрочные инвестиции (например, в инновации) [Chattopadhyay, Shaffer et al., 2020].

Бразилия. Биржа B3 (BM&F Bovespa) внедрила сегменты листинга с повышенными требованиями (права акционеров, раскрытие, независимые директора) и индекс IGC как «витрину» компаний, добровольно перешедших на эти стандарты. Изначально IGC включал двенадцать эмитентов, через десятилетие — более ста [Grimminger, Di Benedetta, 2013]. Бразильский опыт показал, что жесткие листинговые правила способны привлечь компании за счет репутационной премии и улучшения доступа к капиталу; при этом стабильное опережение рыночных бенчмарков не гарантируется, особенно в присутствии крупных «голубых фишек» в составе индекса [Grimminger, Di Benedetta, 2013].

Турция. Индекс корпоративного управления BIST CGI ориентирован на внешнюю рейтинговую верификацию: включаются компании с баллом CG не ниже 8 (из 10); проводится ежегодная переоценка. Архитектура «открытого порога» стимулирует широкий круг эмитентов повышать рейтинг. Эмпирическая оценка по 59 компаниям за 2007–2018 гг. не выявила устойчивого статистически значимого скачка цен непосредственно вокруг включения; обнаружены также отдельные негативные аномалии на отдельных датах, что указывает на неоднородность краткосрочных реакций. Вместе с тем долгосрочные репутационные и институциональные эффекты сохраняют значимость [Yetgin, Ersoy, 2021; Grimminger, Di Benedetta, 2013].

Другие примеры. Похожие инициативы реализованы и в ряде других стран (Индия, Италия, Китай, Южно-Африканская Республика и др.), а также у международных индекс-провайдеров (MSCI, S&P Dow Jones Indices, FTSE Russell).

Отмечается, что краткосрочные ценовые эффекты от включения (исключения) в такие индексы невелики, а институциональные — выражены [Durand, Paugam et al., 2019].

MVBI, как и зарубежные аналоги, опирается на сочетание финансовых и институциональных критериев отбора, предполагает регулярный пересмотр состава и ориентирован на повышение прозрачности и качества корпоративного управления. Ставка на долгосрочную ориентацию и предсказуемую дивидендную дисциплину согласуется с практикой индексов качества и ESG-сегментов [Grimminger, Di Benedetta, 2013]. Но есть и важные отличия:

- регуляторно-биржевая ко-архитектура и полунормативный характер; участие Банка России в Комитете, совместная программа с биржей и экспертная процедура отбора усиливают институциональный контроль и смещают акцент с механического спроса на сигнал качества и дисциплину [Grimminger, Di Benedetta, 2013];

- требование публичной стратегии создания акционерной стоимости; этот элемент — уникальная особенность MVBI по сравнению с JPX400/IGC/BIST CGI: он институционализирует подход VBM на уровне раскрытия (ориентиры TSR, KPI, мониторинг), создавая связь внешних и внутренних метрик;

- механизм включения и стартовая корзина; добровольно-заявочная модель и узкий стартовый состав ограничивают чисто технический эффект спроса, одновременно повышая «сигнальную чистоту» отбора и роль репутационно-информационных каналов;

— комплексность критериев; в MVB I объединены финансовые (рост с поправкой на инфляцию, дивидендная дисциплина), управленческие (Кодекс корпоративного управления, независимые директора), рыночные (листинг, ликвидность), информационные (МСФО, внешний рейтинг) и стратегические (наличие публичной стратегии) требования.

В зарубежных индексах чаще доминирует одно «ядро» (финансовые метрики — JPX400; листинговые стандарты — Novo Mercado/IGC; внешний CG-рейтинг — BIST CGI) [Chattopadhyay, Shaffer et al., 2020; Grimminger, Di Benedetta, 2013; Yetgin, Ersoy, 2021].

В конечном счете MVB I — достаточно уникальный продукт, сочетающий черты корпоративного стандарта и маркетингового бенчмарка. Его появление органично вписывается в мировую тенденцию к поощрению лучших практик через публичные рейтинги и индексы. При этом российская реализация имеет свои акценты: сильное участие регулятора, упор на формализованную стратегию и постепенное привлечение компаний к участию.

СОБЛЮДЕНИЕ РЕКОМЕНДАЦИЙ БАНКА РОССИИ ПО СТРАТЕГИИ ПОВЫШЕНИЯ АКЦИОНЕРНОЙ СТОИМОСТИ КАК КЛЮЧЕВОЙ КРИТЕРИЙ ВКЛЮЧЕНИЯ В ИНДЕКС

Одновременно с запуском MVB I регулятор предпринял шаги для направления самих компаний на систематическую работу по увеличению ценности бизнеса. В январе 2025 г. Банк России опубликовал специальные методические рекомендации для публичных акционерных обществ по разработке стратегии повышения акционерной стоимости¹⁶. Этот документ адресован всем действующим и потенциальным публичным компаниям (в том числе готовящимся к IPO) и содержит единый подход к формированию, структуре, содержанию, утверждению и раскрытию¹⁷ стратегии, нацеленной на рост капитализации фирмы.

Требования, предъявляемые к стратегии, частично были отражены при описании критериев MVB I, поскольку стратегия — необходимое условие попадания в индекс. Однако сами рекомендации Банка России более подробны. Рассмотрим основные пункты данных рекомендаций и оценим их с точки зрения теории финансов.

Цель стратегии. Прямо указано, что ключевая цель разработки стратегии — это увеличение акционерной стоимости общества в среднесрочном и долгосрочном периоде. Тем самым компании предлагается официально сфокусироваться на парадигме Shareholder Value — максимизации ценности для акционеров. Это соответствует классической концепции управления финансами, сформулированной, в частности, А. Раппапортом [Rapaport, 1986] и утверждающей, что целью компании должен быть рост благосостояния собственников. В российских реалиях такой акцент важен, поскольку ранее многие госкомпании и частные фирмы декларировали более размытые цели.

Содержание стратегии. Рекомендации предписывают включать в документ описание бизнеса компании и исторические данные за последние три–пять лет. Этот блок важен для того, чтобы инвесторы видели отправную точку: чем компания располагает, каков ее масштаб, какие результаты генерировала для акционеров ранее (дивиденды, рост цены). По сути, регулятор хочет, чтобы стратегия базировалась на анализе текущей акционерной стоимости и факторов, влияющих на нее. Теоретически это соответствует подходу «стоимостного разрыва» (Value Gap Analysis): сначала оценивается текущая стоимость (например, через капитализацию или мультипликаторы), затем ставятся цели, как эту стоимость повысить [Copeland, Koller et al., 2000].

¹⁶ Банк России. Как компаниям повысить свою акционерную стоимость: рекомендации регулятора. URL: <https://www.cbr.ru/press/event/?id=23308>.

¹⁷ Под раскрытием стратегии понимается ее коммунцирование на уровне принципов и метрик, без публикации сведений, не подлежащих раскрытию в силу законодательства или биржевых правил (в том числе в отношении сделок M&A и коммерческих условий проектов).

Целевые ориентиры и горизонты. Компаниям предлагается определить конкретные цели развития на срок от трех-пяти до десяти лет и планы по их достижению. То есть стратегия должна носить долгосрочный характер. Цели при этом должны быть амбициозными, но реалистичными. С точки зрения теории стратегического менеджмента постановка SMART-целей (конкретных, измеримых, достижимых, релевантных и ограниченных во времени) — залог эффективного планирования [Doran, 1981]. Регулятор фактически рекомендует нечто подобное применительно к ценности: цели должны бросать вызов менеджменту, но основываться на объективном потенциале компании и рыночных условиях.

Ключевой индикатор. Основным индикатором является TSR, измеряемый суммарным доходом инвестора от акции, включая прирост ее рыночной цены и дивиденды. Таким образом, этот индикатор напрямую отражает выгоду акционеров за определенный период. Впервые концепт TSR был введен именно как критерий эффективности управления в парадигме Shareholder Value (например, в трудах А. Раппапорта [Rappaport, 1986] TSR фигурирует как конечная мера создания стоимости). С одной стороны, TSR — внешний показатель, зависящий от реакции рынка. Он мотивирует менеджмент не только повышать внутренние показатели, но и добиваться признания этих успехов инвесторами (через коммуникации, прозрачность, дивиденды). С другой стороны, TSR подвержен влиянию рыночной конъюнктуры, поэтому исключительно на него ориентироваться недостаточно. Вероятно, компании будут дополнять TSR внутренними KPI (например, темп роста прибыли, ROE, маржа), чтобы управлять процессом создания ценности.

План действий и мониторинг. Стратегия должна включать планы мероприятий и механизмы оценки их выполнения. То есть компания описывает, какие именно шаги предпримет для достижения целей — инвестиционные проекты, оптимизация затрат, M&A, изменение дивидендной политики и т. д. Особенно подчеркивается такое требование: в случае отклонения фактических результатов от целевых ориентиров компания должна пояснять причины и описывать действия по возвращению на заданную траекторию. Это очень важный момент — фактически введение принципа «comply or explain» (выполни или объясняй) относительно стратегических целей. Это перекликается с концепцией управленческого контроля¹⁸: регулярный мониторинг KPI, анализ отклонений и корректирующие влияния. Для инвесторов наличие механизма обратной связи означает, что компания не просто объявила стратегию и забыла, а будет отчитываться о прогрессе и трудностях, что повышает доверие. Разумеется, раскрытие конкретных параметров инвестиционных проектов или сделок M&A и источников квазиинформации должно ограничиваться режимом коммерческой тайны и быть в пределах, не наносящих ущерба конкурентным позициям эмитента, публично раскрываются именно принципы, KPI и пороговые условия.

Коммуникационная политика. В рекомендациях Банка России особый акцент сделан на взаимодействии с инвесторами при реализации стратегии. Рекомендуется раскрывать стратегию двуязычно (на русском и английском) и разрабатывать специальный план работы с инвесторами, ориентированный в том числе на иностранные инвестиционные сообщества. Особо отмечена необходимость уделить внимание розничным инвесторам, которые сейчас доминируют на российском рынке акций (их доля в объеме торгов акциями на Мосбирже ~74% на конец 2024 г.¹⁹). С точки зрения теории финансов широкая база розничных инвесторов может приводить к повышенной волатильности и менее глубокому анализу компаний, поэтому доверие «ритейла» крайне важно. Рекомендация направлена на то, чтобы стратегия была понятна и убедительна именно массовому инвестору, повышая поведенческую устойчивость. Также раскрытие информации на английском языке

¹⁸ Anthony R. N., Govindarajan V. *Management Control Systems*. Boston: McGraw-Hill, 2006.

¹⁹ РБК. Мосбиржа раскрыла состав индекса создания стоимости. URL: <https://www.rbc.ru/quote/news/article/6790b3a39a79470b991a6532>.

призвано решить проблему асимметрии информации для зарубежных инвесторов — тем самым потенциально снизить барьеры входа иностранного капитала (что, согласно гипотезе Мертона о признании инвестора [Merton, 1987], может снизить стоимость капитала компании благодаря расширению круга держателей).

Дивидендная политика. Рекомендуется иметь четкую дивидендную политику, связанную со стратегическими целями. Например, если стратегия предполагает значительные инвестиции, то компания может обосновать умеренные дивиденды, или наоборот — при стабильном денежном потоке обещать высокий payout ratio²⁰. Важна прозрачность: инвесторы должны понимать, сколько прибыли планируется направлять на дивиденды, при каких условиях возможны отклонения. Теоретически понятная дивидендная политика уменьшает неопределенность и сигнализирует о стабильности [Bhattacharya, 1979]. Банк России явно исходит из того, что предсказуемые дивиденды формируют у акционеров долгосрочные ожидания и привлекают определенные категории инвесторов (например, пенсионные фонды любят стабильные дивидендные акции).

Анализируя рекомендации Банка России сквозь призму финансовой теории, можно заключить, что ключевые положения рекомендаций Банка России полностью соответствуют теории создания акционерной стоимости [Rapraort, 1986].

Направления совершенствования рекомендаций регулятора

Используемый регулятором показатель TSR тесно связан с концепцией экономической добавленной стоимости (EVA), предложенной Stern & Stewart [Stewart, 1991]. Эта концепция предполагает, что компания выстраивает систему планирования и мотивации, исходя из цели долгосрочного роста стоимости, а ключевые решения принимаются с учетом их влияния на стоимость (например, через показатели типа EVA — экономической добавленной стоимости). Основываясь на теоретических постулатах концепции EVA, а также с учетом мирового опыта, можно предложить несколько дополнительных элементов, которые бы усилили рекомендованную Банком России стратегию создания стоимости.

Финансовые метрики ценности. Помимо TSR, было бы полезно требовать представления в стратегии внутренних финансовых целевых показателей, которые напрямую связаны с созданием стоимости. Это может быть EVA либо показатели отдачи на капитал. Например, компания могла бы заявить цель повышать ROE или ROIC до определенного уровня, превышающего стоимость капитала. Как показал опыт JPX400, фокус на ROE сильно мотивировал компании. В рекомендациях EVA прямо не упомянута, однако наличие шага «оценка текущей стоимости» и требование роста сверх инфляции, по сути, подразумевают, что компания должна зарабатывать больше, чем затраты капитала. Если перевести критерий «рост активов выше инфляции» на язык EVA, это условие близко к тому, чтобы темпы роста и рентабельность позволяли хотя бы не уменьшать реальную стоимость. Возможно, стоило бы дополнительно указать в стратегии такой пункт, как оценка средневзвешенной стоимости капитала (WACC) и расчет пороговых значений окупаемости инвестиций. Подобное требование отмечено во многих работах, посвященных концепции VBM [Copeland, Koller et al., 2000; Damodaran, 2012]²¹. Однако нельзя не отметить и высокую чувствительность подобных индикаторов к допущениям (стоимость капитала, корректировки NOPAT и капитала), что создает риск «тонкой настройки». Международные исследования дают смешанные результаты относительно превосходства EVA над

²⁰ Payout Ratio — коэффициент выплат; прибыль на акцию. Коэффициент показывает, какую часть прибыли компания распределяет акционерам.

²¹ В том числе в учебных пособиях. См., например, Brealey R. A., Myers S. C., Allen F. *Principles of Corporate Finance*. New York: McGraw-Hill Education, 2019; Gitman L. J., Zutter C. J. *Principles of Managerial Finance*. New York: Pearson, 2015.

бухгалтерской прибылью в объяснении доходности и стоимости: прибыль нередко оказывается информативнее, а EVA дает добавочную ценность лишь маргинально [Biddle, Bowen et al., 1997]. В связи с этим предлагается раскрывать ключевые допущения к расчетам EVA/WACC и сопровождать EVA «жесткими» KPI (ROIC>WACC, доходность инвестиций по данным денежного потока, соблюдение дивидендной политики).

Связь с вознаграждением менеджмента. В стратегии следовало бы оговорить, как цели создания стоимости интегрируются в систему мотивации топ-менеджеров и управления. Это стандартная практика VBM: KPI менеджмента привязываются к показателям ценности (например, бонусы за рост EVA или TSR). Банк России, похоже, прорабатывает этот вопрос отдельно — упоминается, что будут даны рекомендации по программам стимулирования акциями. Тем не менее без привязки вознаграждений к объявленным целям есть риск, что стратегия будет чисто декларативной. Теория агентских отношений [Jensen, Meckling, 1976] гласит, что менеджеры начинают действовать в интересах акционеров, когда их собственное благосостояние зависит от ценности для акционеров. Необходимость увязывать систему вознаграждений менеджеров с результатами создания акционерной стоимости стала стандартом, зафиксированным в учебных пособиях²². Так что следовало бы прямо рекомендовать компаниям внедрять опционные планы, акции для руководства, бонусы за TSR и т. п.

Учет всех заинтересованных сторон. Рекомендации фокусируются на ценности для акционеров, что логично, учитывая цель увеличить капитализацию рынка. При этом современные тенденции в управлении указывают на необходимый баланс со стоимостью для стейкхолдеров [Parmar, Freeman et al., 2010]. Для повышения аналитической достоверности и доверия со стороны инвесторов целесообразно предусмотреть системное включение материальных ESG-факторов в методологию MVI с учетом отраслевой специфики и принципа двойной материалности. Во-первых, рекомендуется использовать отраслевые ESG-рейтинги, сопоставимые по методике с FTSE/JSE Responsible Investment Index²³ и системой S&P Global ESG Score²⁴ (CSA²⁵). Такой подход позволит корректно учитывать разный уровень экологических и социальных рисков по секторам, обеспечивая сопоставимость внутри выборки. Во-вторых, в качестве элемента фильтрации следует применить механизм исключения компаний, вовлеченных в значимые ESG-споры. Это позволит поддерживать репутационную чистоту индекса и снизить риск негативного восприятия со стороны ответственных инвесторов. В-третьих, целесообразно установить набор измеримых ключевых показателей эффективности (ESG-KPI), охватывающих основные компоненты устойчивого развития: интенсивность выбросов Score 1+2; энергоэффективность; использование возобновляемых источников; коэффициент травматизма, уровень текучести кадров; программы обучения, доля независимых директоров, гендерное разнообразие в совете директоров, наличие внешнего аудита отчета по устойчивому развитию. Наконец, необходимо обеспечить интеграцию ESG-KPI с финансовыми целями стратегий создания акционерной стоимости, включая TSR и ROIC, поскольку достижение ESG-ориентированных результатов способно снижать стоимость капитала (WACC) и способствовать росту рыночных мультипликаторов. В одном из исследований, обобщающем результаты более двух тысяч эмпирических работ, продемонстрирована положительная

²² Brigham E. F., Ehrhardt M. C. *Financial Management: Theory & Practice*. Boston: Cengage Learning, 2019.

²³ FTSE/JSE Responsible Investment Index Series. URL: <https://www.jse.co.za/sites/default/files/media/documents/ftse-jse-responsible-investment-index-ground-rules/FTSE%20JSE%20Responsible%20Investment%20Index%20Ground%20Rules%20v3.2.pdf>.

²⁴ S&P Global ESG Scores. URL: https://portal.s1.spglobal.com/survey/documents/spglobal_esg_scores_methodology.pdf.

²⁵ S&P. *CSA Methodology Measuring Sustainability Performance*. URL: https://portal.s1.spglobal.com/survey/documents/CSA_Measuring_Sustainability_Performance.pdf.

связь между ESG-показателями и финансовыми результатами компаний, подтверждая значимость ESG-критериев для долгосрочной стоимости компании [Friede, Busch et al., 2015]. Пока же рекомендации эту тему не затрагивают, оставляя на усмотрение самой компании.

Гибкость и стресс-тестирование стратегии. Стоимость компании зависит от множества факторов, включая макроэкономику. Возможно, стратегия должна включать анализ чувствительности — сценарии, при которых цели могут быть скорректированы (например, форс-мажоры, кризисы). Тогда объяснение отклонений, о котором говорит Банк России, будет проактивным, а не только постфактум. Теория стратегического планирования предусматривает такую практику (разработка нескольких сценариев развития). Это особенно актуально для России с ее волатильной экономической средой.

Коммуникация с инвесторами — обратная связь. Сейчас рекомендации говорят о том, что компания должна раскрывать информацию и общаться с инвесторами, но не предусматривают их участия в формировании стратегии. В будущем, возможно, стоит развивать диалог с миноритарными акционерами: опросы, дни инвестора, где собирается обратная связь по стратегии. Это повысило бы легитимность целей в глазах рынка.

В целом рекомендации Банка России представляют собой передовой чек-лист для компаний, желающих повысить свою инвестиционную привлекательность. Они соответствуют основам концепции Shareholder Value и отражают лучшие международные практики раскрытия. Если публичные акционерные общества внедрят эти подходы, можно ожидать сближения оценки российских компаний рынком с их фундаментальной стоимостью — то есть сокращения дисконта, который традиционно присутствует из-за корпоративных рисков и недостатка прозрачности. Действительно, исследование П. Гомперса и соавторов [Gompers, Ishii et al., 2003] показало, что фирмы с лучшим корпоративным управлением имели более высокую рыночную оценку и приносили более высокие доходы акционерам по сравнению с компаниями с плохим управлением. Российские рекомендации фактически стремятся повысить качество управления и прозрачность, что, согласно теории и эмпирическим данным, должно способствовать росту мультипликаторов и снижению стоимости капитала компаний.

Однако важно понимать, что формальное наличие стратегии не гарантирует реального роста стоимости. Многое будет зависеть от того, насколько глубоко компании внедрят эти принципы в практику. Если стратегия останется формальной бумагой, инвесторы быстро это увидят (по несоответствию действий заявленным целям) и эффект может быть даже отрицательным — разочарование в невыполненных обещаниях подрывает доверие. Поэтому ключевой вызов — сделать так, чтобы стратегия создания ценности стала «живой» частью корпоративного управления, интегрировалась в процессы планирования, инвестиций, финансовой политики и пр. В идеале совет директоров должен на регулярной основе рассматривать метрики ценности, а менеджмент — принимать решения с оглядкой на влияние на TSR и похожие показатели.

ОГРАНИЧЕНИЯ ИССЛЕДОВАНИЯ И НАПРАВЛЕНИЯ ДАЛЬНЕЙШИХ РАБОТ

Горизонт наблюдений по MVB I пока невелик, поэтому выводы об «индексном эффекте» носят предварительный характер. В качестве одного из возможных направлений дальнейшего исследования темы по мере накопления статистических данных можно обозначить эмпирическую проверку связи участия в MVB I с ценовыми мультипликаторами и премией за риск на основе панельной регрессии с контролем по отрасли, размеру, ликвидности. С учетом обсуждаемой роли ESG целесообразно также протестировать на базе российских компаний связь наиболее значимых ESG-показателей с динамикой TSR и ROIC в отраслевом разрезе.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Проведенное исследование показывает, что инициатива по созданию индекса акционерной стоимости и связанных с ним рекомендаций — это комплексный стратегический шаг, призванный ускорить развитие российского фондового рынка. Мировой опыт использования подобных индексов свидетельствует об их потенциале катализатора позитивных изменений в корпоративном секторе. Специальные индексы, собирающие компании с высокими стандартами управления и эффективности, стали заметным явлением в таких странах, как Япония, Бразилия, Турция и др. Они помогли обратить внимание инвесторов на качественные отличия компаний, побудили менеджмент фокусироваться на рентабельности и прозрачности, а в некоторых случаях — привели к притоку капитала к более эффективным предприятиям.

В то же время эффект включения в подобные индексы неоднозначен: он редко выражается в мгновенном росте рыночной цены, но чаще проявляется в долгосрочных улучшениях — повышении репутации, ликвидности акций и формировании структуры акционерного капитала с большей долей долгосрочных инвесторов. Полученные на старте описательные оценки указывают на умеренную относительную устойчивость MVBI к рыночному снижению на ценовой базе. Инвесторы склонны рассматривать сам факт отбора в индекс как положительный сигнал, однако для устойчивого роста стоимости нужна реальная работа компании по улучшению показателей.

MVBI на старте представляет скромный по охвату, но амбициозный по критериям проект. В него вошел ограниченный круг эмитентов, добровольно взявших на себя повышенные обязательства перед акционерами. Анализ критериев показал, что Россия применила комплексный подход к отбору компаний — учитываются и финансовые тренды, и корпоративное управление, и готовность работать с инвесторами. В ряде аспектов эта система даже более требовательна, чем зарубежные аналоги: например, требование наличия утвержденной стратегии ценности уникально. Такой многоаспектный фильтр несет риски (мало кандидатов, возможны исключения при малейшем несоответствии), но и задает высокий эталон, к которому могут стремиться остальные.

Рекомендации Банка России по разработке стратегий повышения акционерной стоимости дополняют индекс, создавая методическую основу для компаний. Они вводят отечественные корпорации в русло передовых принципов финансового менеджмента — ориентации на ценность, прозрачность, ответственность за результаты. Эти рекомендации хорошо коррелируют с теоретически обоснованными практиками: использование TSR как целевого индикатора, связь стратегии с дивидендной политикой, требование объяснять отклонения и работать с ожиданиями инвесторов — все это отражает современный инструментарий повышения капитализации. Если компании будут следовать данным указаниям, можно ожидать постепенного сближения интересов менеджмента и акционеров, снижения дисконтирования рисков и, как следствие, роста рыночной оценки российских акций. Отдельно отметим, что подобные стратегии полезны не только для инвесторов, но и для самой экономики: рост капитализации означает более эффективное распределение ресурсов, возможность привлечения дешевого капитала для развития, что важно для устойчивого экономического роста.

Повышение акционерной стоимости — это не разовая акция, а постоянный процесс. И индекс, и стратегии — лишь инструменты, призванные встроить этот процесс в корпоративную жизнь. Международный опыт учит, что там, где компании всерьез приняли культуру ценностно ориентированного управления (как, например, многие японские фирмы), результаты не заставили себя ждать в виде роста доходности и привлекательности рынка. У российской программы есть все шансы добиться аналогичного успеха при условии последовательной реализации и поддержки со стороны всех участников — регуляторов, бизнеса и инвесторов. Если заявленные меры приведут к формированию даже нескольких

новых качественных «голубых фишек», это создаст мультипликативный эффект доверия ко всему рынку. Таким образом, MVI и связанные с ним рекомендации можно рассматривать как элемент долгосрочной стратегии развития финансового рынка России, направленной на повышение его капитализации, устойчивости и интеграции в мировое инвестиционное пространство.

Список источников / References

1. Barber B. M., Lyon J. D. Detecting Long-Run Abnormal Stock Returns: The Empirical Power and Specification of Test Statistics // *Journal of Financial Economics*. 1997. Vol. 43. Iss. 3. P. 341–372. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(96\)00890-2](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(96)00890-2).
2. Bennett B., Stulz R. et al. Does Joining the S&P 500 Index Hurt Firms? // Fisher College of Business Working Paper, 2020-03-17. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3656628>.
3. Bhattacharya S. Imperfect information, dividend policy, and the 'bird in the hand' fallacy // *The Bell Journal of Economics*. 1979. Vol. 10. Iss. 1. P. 259–270. <https://doi.org/10.2307/3003330>.
4. Biddle G. C., Bowen R. M. et al. Does EVA Beat Earnings? Evidence on Associations with Stock Returns and Firm Values // *Journal of Accounting and Economics*. 1997. Vol. 24. Iss. 3. P. 301–336. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(98\)00010-X](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(98)00010-X).
5. Chattopadhyay A., Shaffer M. D. et al. Governance through Shame and Aspiration: Index Creation and Corporate Behavior // *Journal of Financial Economics*. 2020. Vol. 135. Iss. 3. P. 704–724. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2019.07.005>.
6. Copeland T., Koller T. et al. Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies. // New York: Wiley. 2025. URL: <https://www.mckinsey.com/capabilities/strategy-and-corporate-finance/our-insights/valuation-measuring-and-managing-the-value-of-companies>.
7. Damodaran A. Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. // Hoboken: John Wiley & Sons. 2024. URL: <https://www.wiley.com/en-us/Investment+Valuation%3A+Tools+and+Techniques+for+Determining+the+Value+of+Any+Asset%2C+4th+Edition-p-9781394254613>.
8. Doran G. T. There's a S.M.A.R.T. way to write management's goals and objectives // *Management Review*. 1981. Vol. 70. Iss. 11. P. 35–36. URL: https://www.eval.fr/wp-content/uploads/2020/01/S.M.A.R.T-Way-Management-Review-eval.fr_.pdf.
9. Durand R., Paugam L. et al. Do investors value sustainability indices? Replication, Development, and New Evidence on CSR Visibility // *Strategic Management Journal*. 2019. Vol. 40. Iss. 9. P. 1471–1490. <https://doi.org/10.1002/smj.3035>.
10. Friede G., Busch T. et al. ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies // *Journal of Sustainable Finance & Investment*. 2015. Vol. 5. Iss. 4. P. 210–233. <https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>.
11. Gompers P. A., Ishii J. L. et al. Corporate Governance and Equity Prices // *Quarterly Journal of Economics*. 2003. Vol. 118. Iss. 1. P. 107–155. <https://doi.org/10.2139/ssrn.278920>.
12. Griminger A. D., Di Benedetto P. Raising the Bar on Corporate Governance: A Study of Eight Stock Exchange Indices. // Washington, DC: International Finance Corporation. 2013. URL: <https://www.ifc.org/content/dam/ifc/doc/mgrt/raising-the-bar-on-cg.pdf>.
13. Jensen M. C., Meckling W. H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure // *Journal of Financial Economics*. 1976. Vol. 3. Iss. 4. P. 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X).
14. Kasch M., Sarkar A. Is There an S&P 500 Index Effect? // *FIRS*. 2013. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2171235>.
15. Kothari S. P., Warner J. B. Econometrics of Event Studies // *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, Vol. 1. *Dortmouth: Elsevier/North-Holland*, 2007. P. 3–36. <https://doi.org/10.1016/B978-0-444-53265-7.50015-9>.
16. MacKinlay A. C. Event Studies in Economics and Finance // *Journal of Economic Literature*. 1997. Vol. 35. Iss. 1. P. 13–39. URL: <https://scispace.com/papers/event-studies-in-economics-and-finance-3jz87s5jub>.
17. Merton R. C. A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information // *Journal of Finance*. 1987. Vol. 42. Iss. 3. P. 483–510. <https://doi.org/10.2307/2328367>.
18. Parmar B. L., Freeman R. E. et al. Stakeholder Theory: The State of the Art. // Publisher: Cambridge University Press. 2012. <https://doi.org/10.1017/CBO9780511815768>.
19. Rappaport A. Creating Shareholder Value: The New Standard for Business Performance. New York: The Free Press. 1986. URL: https://openlibrary.org/works/OL2723405W/Creating_shareholder_value.

20. Stewart G. B. The Quest for Value: A Guide for Senior Managers. // New York: HarperCollins Publishers. 1991. URL: <https://search.worldcat.org/en/title/quest-for-value-a-guide-for-senior-managers/oclc/22544800?ht=edition&referer=di>.
21. Yetgin N., Ersoy E. The Effect on Stock Return of Inclusion in the BIST Corporate Governance Index // Journal of Research in Economics, Politics & Finance. 2021. Vol. 6. Iss. 1. P. 181–200. <https://doi.org/10.30784/epfad.893382>.
-

Информация об авторе

Алексей Леонидович Рожковский, кандидат экономических наук, заместитель финансового директора ПАО «ЭсЭфАй», г. Москва

Information about the author

Alexey L. Rozhkovskiy, Candidate of Economic Sciences, Deputy CFO, PJSC “SFI”, Moscow

Статья поступила в редакцию 05.08.2025
Одобрена после рецензирования 10.12.2025
Принята к публикации 02.02.2026

*The article submitted August 5, 2025
Approved after reviewing December 10, 2025
Accepted for publication February 2, 2026*