

УДК 339.13.012

**Озорнина О. В.**, магистрант ГУ ВШЭ, г. Москва, [olga.ozornina@gmail.com](mailto:olga.ozornina@gmail.com)

**Ружанская Л. С.**, канд. экон. наук, доцент, заведующая кафедрой Теории и практики менеджмента, г. Екатеринбург, [Ludmila.Ruzhanskaya@usu.ru](mailto:Ludmila.Ruzhanskaya@usu.ru)

**Сысоева М. Ю.**, студентка, УрГУ им. А. М. Горького, г. Екатеринбург, [manya-sys@yandex.ru](mailto:manya-sys@yandex.ru)

## ИНФОРМАЦИОННАЯ ПРОЗРАЧНОСТЬ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ КАК ФАКТОР ИХ КОНКУРЕНТОСПОСОБНОСТИ НА РЫНКЕ КАПИТАЛОВ

*Несмотря на то что информационная прозрачность — лишь один из многих аспектов корпоративного управления, она является важным элементом формирования доверия инвесторов, определяющим их интерес к той или иной компании. Это важный фактор повышения ее конкурентоспособности. Инвесторам необходима уверенность в том, что информация, поступившая из компаний, является полной, точной и заслуживающей доверия.*

*Цель статьи — исследование влияния информационной прозрачности российских компаний на стоимость их обыкновенных акций, что в конечном итоге обуславливает повышение конкурентоспособности компании на рынках капитала.*

*Статья может представлять интерес для институциональных инвесторов, топ-менеджеров компаний, инвестиционных аналитиков.*

**Ключевые слова:** информационная прозрачность, корпоративное управление, конкурентоспособность, корпоративная культура.

В условиях российской развивающейся экономики инвесторы уделяют большое внимание рискам, связанным с корпоративным управлением, — это непрозрачность компаний, размывание капитала, трансфертное ценообразование, ограничения на покупку и владение акциями и т. д. Несмотря на то что прозрачность является лишь одним из множества аспектов корпоративного управления, она выступает важным элементом формирования доверия инвесторов, который нередко отражает уровень общих стандартов корпоративного управления. Своевременность

и доступность информации чрезвычайно важны для инвесторов, поскольку только при этих условиях они могут принимать наиболее обоснованные и, может быть, единственно верные решения. Не менее важные последствия информационной открытости имеет и для обеспечения конкурентных преимуществ самих компаний.

По данным различных исследований, уровень информационной прозрачности российских компаний растет, однако все еще остается низким. Так, исследование, проведенное *Standard & Poor's*, выявило достаточно низкий уровень транспарент-

ности российских компаний: по данным за 2002 г., средний уровень прозрачности в Великобритании и США составил 70 %, в Японии — 61 %, а в России — только 34 %<sup>1</sup>. Кроме того, существуют исследования, подтверждающие влияние информационной прозрачности на стоимость компании, ставку дисконтирования, а следовательно, и на решения, принимаемые инвесторами<sup>2</sup>.

### Информационная прозрачность российских компаний: состояние проблемы

Эмпирические исследования в области информационной прозрачности российских компаний можно разделить на два блока. Первый блок включает исследования, в которых проводится анализ уровня раскрытия информации российскими компаниями с учетом показателей, влияющих на информационную прозрачность, и ранжирование компаний по данному параметру. Ко второму блоку относятся исследования, выявляющие влияние информационной прозрачности на такие параметры, как стоимость компании, отношение рыночной стоимости к балансовой, ставка дисконтирования, стоимость собственного и заемного капитала и т. д.

Примером работ первого типа является исследование, проведенное *Standard & Poor's* в 2002–2008 гг. В этих работах на основе анкетирования *Standard & Poor's* оценивает средний уровень корпоративной прозрачности относительно максимального уровня, желательного для «рационального инвестора».

<sup>1</sup> Исследование информационной прозрачности российских компаний. 2002–2007 гг. Электронный режим доступа: [http://www.standardandpoors.ru/ar\\_login](http://www.standardandpoors.ru/ar_login).

<sup>2</sup> Романов В. С. Влияние информационной прозрачности компании на ставку дисконтирования // Финансовый менеджмент. 2006. №3. С. 14–26.

Для проведения исследования *Standard & Poor's* использовало 3 информационных источника: информацию, включенную в годовые отчеты, отчетность, предоставляемую регулирующим органам, а также информацию, размещенную в Интернете, по состоянию на середину августа исследуемого года. В эмпирическую базу исследования *Standard & Poor's* были включены компании, имеющие ликвидные акции и крупнейшие с точки зрения рыночной капитализации. Необходимо отметить, что каждое последующее исследование претерпело изменения в области методологии. Кроме того, база исследуемых компаний также корректировалась с каждым годом.

Основные выводы исследований заключались в следующем. Индекс транспарентности по всем компаниям за весь период проводимых исследований вырос. Компании с наилучшими показателями прозрачности придерживаются высоких стандартов раскрытия информации, но не прогрессируют. Уровень прозрачности компаний, входящих в лист 2, существенно ниже показателя компаний, входящих в лист 1. Веб-сайты являются наиболее информативным источником раскрытия информации.

К первой группе исследований относится также анализ практики корпоративного управления 59 ведущих эмитентов России, проведенный в 2003 г. рейтинговым агентством «Эксперт РА»<sup>3</sup>.

В исследовании приняли участие все компании, ценные бумаги которых (как акции, так и облигационные займы) включены в котировальные листы «А» (первого и второго уровней — «А1», «А2») и «Б» двух ведущих российских бирж (ММВБ и биржи РТС).

Относительно информационной прозрачности российских компаний были сделаны следующие выводы:

<sup>3</sup> Оценка практики корпоративного управления 59 ведущих эмитентов России. Электронный режим доступа: <http://www.raexpert.ru/researches/corporate/>

- имеет место своевременное предоставление акционерам пакета документов и другой надлежащей информации, посвященной проведению годовых и внеочередных собраний;

- существенно улучшилось качество раскрываемой многими компаниями финансово-экономической информации;

- повысилась доступность предоставляемой информации как для отечественных, так и для иностранных акционеров;

- информационная прозрачность действий органов управления находится на низком уровне.

Работа В. С. Романова<sup>4</sup>, принадлежащая ко второму блоку работ по рассматриваемой проблематике, представляет анализ зависимости между прозрачностью и ставкой дисконтирования инвестора для какой-либо компании. Анализ этой взаимозависимости был проведен для 19 российских компаний на основе данных за 2004 г. Эконометрический анализ подтвердил наличие экспоненциальной взаимосвязи между прозрачностью и ставкой дисконтирования. Согласно построенным моделям снижение ставки дисконтирования на 1% в среднем вело к росту стоимости компании на 25%. Рост прозрачности на 1 балл в среднем вел к увеличению стоимости на 5,6%. Столь сильная взаимозависимость позволила автору предположить, что проекты повышения прозрачности являются финансово привлекательными.

## Методология исследования

Исследование было проведено по данным по 30 ОАО. Основой выборки стала эмпирическая база исследования *Standard & Poor's* в 2005 г. В выборку вошли компании,

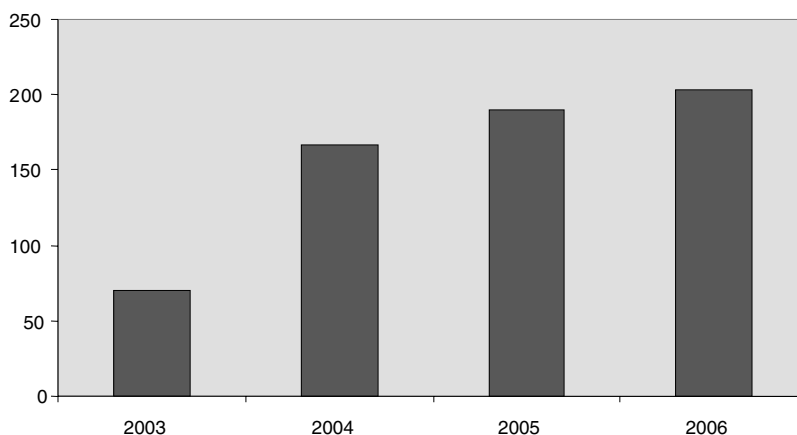
<sup>4</sup> Романов В. С. Влияние информационной прозрачности компании на ставку дисконтирования // Финансовый менеджмент. 2006. №3. С. 14–26.

крупнейшие с точки зрения рыночной капитализации и имеющие ликвидные акции (котировальный список «А» 1-го и 2-го уровней). Основой отраслевой структуры выборки стал отраслевой состав компаний, входивших в исследование *Standard & Poor's*: 27% — телекоммуникации, 24% — ТЭК, по 13% — металлургия и машиностроение, 3% — банки и 20% — другие.

Чтобы оценить информационную прозрачность компаний, были выделены следующие показатели (см. также табл. 1):

- 1) составление годовой финансовой отчетности в соответствии с международными стандартами учета (МСФО/ОПБУ США);
- 2) замечания (приложения) к годовой финансовой отчетности в соответствии с международными стандартами учета (МСФО/ОПБУ США);
- 3) наличие корпоративных изданий;
- 4) обзор собраний акционеров (наличие протокола);
- 5) подробное раскрытие информации о сделках с заинтересованностью (информация о покупателе/продавце, сумме сделок с заинтересованной стороной);
- 6) промежуточная финансовая отчетность (за квартал или полугодие) в соответствии с международными стандартами учета (МСФО/ОПБУ США);
- 7) наличие показателей эффективности — показатели рентабельности, ликвидности;
- 8) название аудиторской фирмы;
- 9) наличие календаря инвестора;
- 10) обзор собраний совета директоров.

При исследовании использовались 2 информационных источника: информация, включенная в годовые отчеты, а также информация, размещенная в Интернете на официальных сайтах компаний. Данные были получены за 4 года — за 2003, 2004, 2005, 2006 гг. Таким образом, появилась возможность проанализировать измене-



**Рис. 1.** Динамика совокупного индекса прозрачности<sup>5</sup> компаний выборки, 2003–2006 гг.

Источник: Рассчитано авторами.

ние информационной прозрачности в динамике за исследуемый период.

Существенным ограничением для выбора показателей был именно их анализ в динамике. Поэтому оказалось невозможным использовать некоторые параметры информационной прозрачности — например, содержание Устава корпоративного управления или Кодекса передовой практики, информация о наличии Кодекса делового поведения и этики, положения Устава компании, учетные стандарты, которые использует компания, наличие или отсутствие английской версии веб-сайта (эти показатели можно оценить лишь на настоящий момент).

Следует также отметить, что информация, представленная на сайтах компаний, периодически обновляется, и отсутствие ее на данный момент не означает ее отсутствия, например, в 2003 г., когда она действительно могла повлиять на принимаемые инвесторами решения. Можно предположить, что данный факт может отрицательно повлиять на полученные впоследствии результаты эконометрического моделирования.

Прежде чем выдвинуть исследовательские гипотезы, авторы составили портрет компаний выборки по критериям прозрачности (рис. 1).

В отраслевом разрезе наблюдается лидерство в политике открытости компаний телекоммуникационного сектора (рис.2). Это можно объяснить уровнем конкуренции в отраслях сектора, а также динамичностью бизнеса и соответственно постоянной необходимостью дополнительных финансовых ресурсов.

Такая динамика показателей открытости согласуется со следующими общими тенденциями в области корпоративного управления:

- совершенствуется законодательство, ужесточаются требования ФСФР к раскрытию информации, что не только заставляет компании следовать букве закона, но и в целом «воспитывает культуру» управления компанией в отношении политики открытости;

- российские компании ориентируются не только на российский фондовый рынок, но и на западных инвесторов, и это тоже побуждает компании придерживаться политики раскрытия информации.

Общеизвестным является тот факт, что фондовая активность и рынок акций российских компаний за анализируемый пе-

<sup>5</sup> Индекс прозрачности представляет собой сумму значений всех показателей прозрачности (табл. 1).

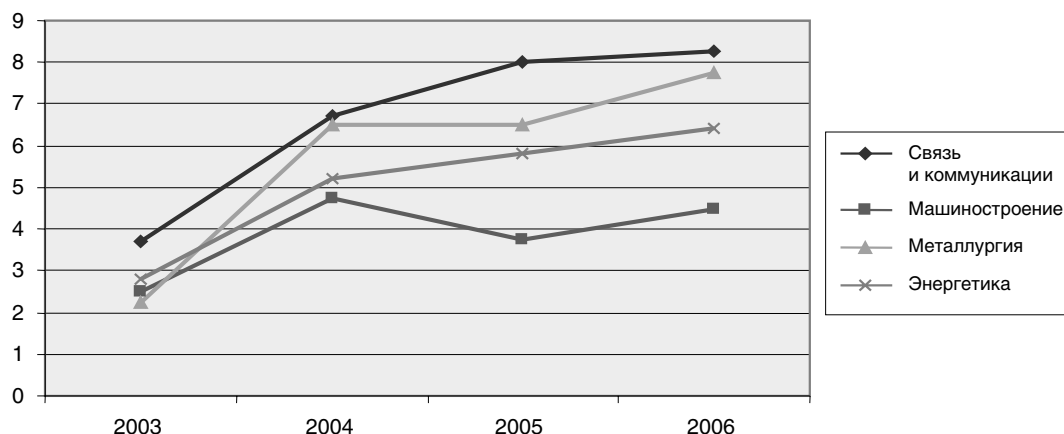


Рис. 2. Прозрачность компаний<sup>6</sup> выборки в отраслевом разрезе

Источник: Рассчитано авторами.

риод имеют ярко выраженную положительную динамику.

Исходя из полученных результатов можно сделать вывод о связи между динамикой стоимости акций и изменением уровня прозрачности компаний.

Была выдвинута гипотеза: *чем более прозрачна компания, тем выше динамика стоимости акций.*

Чем более прозрачна компания, тем она более привлекательна для инвесторов. Это выражается в росте стоимости ее акций за год. Таким образом, выявляется положительная зависимость между показателями прозрачности компании и стоимостью ее акций за год.

Была оценена следующая модель:

$$D_{pr} = \beta_0 + \beta_1 \cdot MSFO + \beta_2 \cdot MSFOadd + \beta_3 \cdot corpored + \beta_4 \cdot shmeet + \beta_5 \cdot interest + \beta_6 \cdot intermed + \beta_7 \cdot indic + \beta_8 \cdot audit + \beta_9 \cdot calend + \beta_{10} \cdot comdir + \varepsilon,$$

где  $D_{pr}$  — изменение стоимости акций компании  $l$  за год  $t$ ;  $\beta_0$  —  $\beta_{10}$  — коэффициенты

при соответствующих объясняющих переменных, представленных в табл. 1.

## Эмпирические результаты

Из таблицы результатов (табл. 2) видно, что объясняющая способность модели невысокая. Однако ряд переменных при различных спецификациях модели с исключением некоторых показателей оказывался стабильно значимым, и знаки при этих переменных подтверждают нашу исходную гипотезу. Этими показателями являются: обзоры собраний акционеров, подробная информация о сделках с заинтересованностью и предоставление промежуточной отчетности. Самым значимым из них является обзор собраний акционеров.

Чем же можно объяснить значимость такой переменной, как информация о решениях собраний акционеров? По сравнению с другими этот показатель непосредственно связан с интересами инвесторов: обзоры таких собраний дают им четкое представление, что право голоса инвестора будет учтено, что у него будут рычаги контроля за менеджментом компании. Предоставление такой информации свидетельствует о том, что права акционеров не ущемляются (это также актуально в связи с тем, что из-

<sup>6</sup> Здесь имеется в виду среднее значение индекса прозрачности компаний в отрасли.

Таблица 1

## Описание переменных, отражающих уровень прозрачности компаний

Переменные		Значения
MSFO	Составление годовой финансовой отчетности в соответствии с международными стандартами учета (МСФО/ОПБУ США)	0 — нет; 1 — да
MSFOadd	Замечания (приложения) к годовой финансовой отчетности в соответствии с международными стандартами учета (МСФО/ОПБУ США).	0 — наличие; 1 — отсутствие
Corped	Корпоративные издания	0 — наличие; 1 — отсутствие
Shmeet	Обзор собраний акционеров	0 — наличие; 1 — отсутствие
Interest	Подробное раскрытие информации о сделках с заинтересованностью (информация о покупателе/продавце, суммы сделок с заинтересованной стороной)	0 — наличие; 1 — отсутствие
Intermed	Промежуточная финансовая отчетность (за квартал или полугодие) в соответствии с международными стандартами учета (МСФО/ОПБУ США)	0 — опубликована; 1 — нет
Indic	Показатели эффективности	0 — предоставлены; 1 — нет
Audit	Название аудиторской фирмы	0 — предоставлено; 1 — нет
Calend	Календарь инвестора	0 — наличие; 1 — отсутствие
Comdir	Обзор собраний совета директоров	0 — наличие; 1 — отсутствие

Источник: составлено авторами.

вестны случаи, когда с помощью различных механизмов — таких, как, например, судебные разбирательства, менеджмент компании влиял на принимаемые собранием акционеров решения о дополнительной эмиссии и на выбор генеральных директоров)<sup>7</sup>. Гарантия соблюдения прав акционеров, в свою очередь, значительно повышает кон-

курентоспособность компании, поскольку интерес инвесторов прямо обусловлен ее преимуществами на рынке капитала по сравнению с другими компаниями.

Настораживает вывод о незначимости других показателей. Можно предположить, что это результат недостаточного размера выборки (всего 120 наблюдений), а также связано с возможными искажениями, отражающими качественный характер показателей. К тому же исследовались не все элементы прозрачности, а лишь доступные. Однако полученный результат может отражать действительность. Вполне веро-

<sup>7</sup> Некоторые примеры из практики нарушения прав акционеров можно найти в докладе «Корпоративное управление в России: события, мнения инвесторов» (информационная группа «Эксперт», исследовательская компания SRU, 2003).

Таблица 2

## Результаты оценивания различных спецификаций

Переменные	1 <sup>8</sup>	2	3	4	5
MSFO	-0,095 (-0,198)	-0,09 (-0,194)	-0,09 (-0,193)		
MSFOadd	-0,59 (-1,191)	-0,61 (-1,236)	-0,59 (-1,199)	-0,82 (-2,793)*	-0,65 (-2,138)*
Corped	-0,25 (-0,75)		-0,25 (-0,75)	-0,16 (-0,493)	
Shmeet	0,73 (2,337)*	0,71 (2,326)*	0,72 (2,392)*	0,68 (2,277)*	0,67 (2,333)*
Interest	0,72 (2,363)*	0,68 (2,268)*	0,71 (2,410)*	0,66 (2,245)*	0,64 (2,319)*
Intermed	0,65 (2,264)*	0,62 (2,180)*	0,64 (0,025)*	0,66 (2,315)*	0,59 (2,205)*
Indic	-0,74 (-0,305)	-0,08 (-0,343)	-0,08 (-0,334)	-0,152 (-0,0655)	
Audit	-0,43 (1,324)	-0,38 (-1,204)	-0,43 (-1,331)		-0,41 (-1,371)
Calend	-0,4 (-0,136)	-0,03 (-0,111)		-0,03 (-0,112)	
Comdir	-0,41 (-1,497)	-0,43 (-1,574)	-0,41 (-1,502)	-0,41 (-1,49)	-0,42 (-1,571)
Cons	1,47 (5,365)*	1,4 (5,463)*	1,47 (5,397)*	1,3 (5,345)*	1,37 (5,690)*
R-sq within <sup>9</sup> (%)	22,81	22,27	22,79	21,02	22,07

Примечание. В скобках приведены значения *t*-статистик. Знаком \* обозначены *t*-статистики значимых переменных на 99%-ном доверительном интервале.

Источник: составлено авторами.

ятно, что инвестор на российском рынке пока ориентируется прежде всего на финансовые показатели, а не на прозрачность компании, учитывая предыдущую негативную практику работы компаний в отношении раскрытия информации.

<sup>8</sup> В таблице приводятся только те спецификации, гипотезы о незначимости которых отвергались *F*-тестом.

<sup>9</sup> Оценивалась модель с фиксированными эффектами, для выбора применялся тест Хаусмана.

В итоге, несмотря на очевидность с точки зрения теории зависимости информационная прозрачность и динамика стоимости акций, в действительности она является слабой. Это объясняется особенностями фондового рынка России, хотя, возможно, дело в выборке, которую необходимо расширять и совершенствовать.

Как указывалось, к факторам, которые все же оказались значимыми, относятся обзоры собраний акционеров, подробная

информация о сделках с заинтересованностью и предоставление промежуточной отчетности.

Подводя общий итог исследованию информационной составляющей корпоративного управления в российских компаниях и ее влияния на динамику курса акций, следует отметить общий рост информационной открытости российских компаний. Это связано с изменением интересов контролирующего собственника, нацеленного на привлечение внешних инвестиций и повышение конкурентоспособности компании. Привлечение внешних источников финансирования непосредственно связано с фондовой активностью компаний и предоставлением достоверной информации о компаниях. При этом потеря контроля над компанией в связи с действием рынка корпоративного контроля остается сдерживающим факто-

ром в повышении прозрачности отечественного бизнеса.

### Литература

1. Романов В. С. Влияние информационной прозрачности компании на ставку дисконтирования // Финансовый менеджмент. 2006. № 3.
2. Standard & Poor's. Исследование информационной прозрачности российских компаний. 2002–2008 гг. Служба рейтингов корпоративного управления Standard & Poor's Copyright©.
3. Оценка практики корпоративного управления 59 ведущих эмитентов России. Режим доступа: [www.raexpert.ru](http://www.raexpert.ru)
4. Доклад «Корпоративное управление в России: события, мнения инвесторов». Информационная группа «Эксперт», исследовательская компания SRU, 2003.
5. Корпоративное управление в банковском секторе России: исследование динамики улучшений. IFC, 2007.
6. Данные об инструментах РТС <http://www.rts.ru>.

Статья поступила в редакцию 22.11.2008

---

*O. Ozornina, Undergraduate Student, Gorky State Urals University; Master Program Student, Higher School of Economics (State University), Moscow, [olga.ozorina@gmail.com](mailto:olga.ozorina@gmail.com)*

*L. Ruzhanskaya, PhD (Economics), Gorky State Urals University, [Ludmila.Ruzhanskava@usu.ru](mailto:Ludmila.Ruzhanskava@usu.ru)*

*M. Sysoyeva, Undergraduate Student, Gorky State Urals University, [manya-svs@vandex.ru](mailto:manya-svs@vandex.ru)*

### THE CAPITAL MARKET: RUSSIAN BUSINESS' INFORMATION TRANSPARENCY AS A FACTOR CONTRIBUTING TO THEIR COMPETITIVENESS LEVEL CHANGE

Despite the fact that the information transparency is one of the many aspects of the corporate management system, it is the most important one among the factors that contribute to the investor confidence level change that determines the dynamics of the company attractiveness level. The information transparency is an important factor that contributes to the company competitiveness level change. The investors are to be sure that the information the company provides is full, accurate and reliable.

The article author's goal is to determine the way the information transparency influences the company ordinary shares' value. The value change, in its turn, contributes to the change in the competitiveness level of a company that is present on the capital market. The article is aimed at institutional investors, top managers, and investment analysts.

**Key words:** information transparency, corporate government, competitiveness, corporate culture