

# **ФИНАНСОВАЯ АКАДЕМИЯ ПРИ ПРАВИТЕЛЬСТВЕ РФ**

*Кафедра «Ценных бумаг и финансового инжиниринга»*

## **Дипломная работа**

по теме:

**«Воздействие прозрачности компании на уровень ее  
капитализации»**

Выполнил студент группы К 5-3

Сидельников Андрей Юрьевич

Научный руководитель

д.э.н., проф. Алексеев М.Ю.

Научный консультант

д.э.н., проф. Миркин Я.М.

Консультант кафедры АИТ

доц. Литвиненко А.Ф.

**Москва 2004**

## План

Введение.....	3
1. Теоретические основы взаимосвязи прозрачности и стоимости компании.....	5
1.1. Сущность и эволюция понятия прозрачности компании...5	
1.2. Анализ западных исследований в области взаимосвязи прозрачности и капитализации.....	12
2. Влияние прозрачности на волатильность курсов акций российских компаний.....	53
2.1. Влияние прозрачности на волатильность курсов акций российских компаний.....	53
2.2. Интернет как средство отображения прозрачности компании.....	61
3. Анализ прозрачности российских компаний.....	69
3.1. Раскрытие информации российскими публичными компаниями, существующие меры по повышению прозрачности компании.....	69
3.2. Анализ прозрачности российских компаний.....	79
3.3. Разработка мер по повышению уровня прозрачности российских компаний.....	99
Основные выводы.....	103
Список использованной литературы.....	109
Приложения.....	113

## Введение

Тема взаимосвязи прозрачности и капитализации компании была выбрана автором по многим причинам. Во-первых, автором были проанализированы последние исследования западных специалистов в этой области, которые помогают компаниям открыться перед инвесторами. Во-вторых, сейчас российские компании перенимают западный опыт и делают первые шаги для того, чтобы не просто работать на увеличение прибыли, а еще и привлечь долгосрочные инвестиции в свою компанию. В-третьих, необходимо создать действующие механизмы для улучшения качества предоставляемой компаниями информации.

В работе будут рассматриваться официальные веб-сайты действующих российских компаний разных отраслей хозяйства. Автор анализирует Открытые Акционерные Общества, которые имеют листинг на российской фондовой бирже на примере Российской Торговой Системы. Именно эти компании сегодня могут называться публичными, так как они прилагают усилия для привлечения инвестиций и улучшения транспарентности.

Взятое из иностранного лексикона понятие «транспарентность» в работе будет являться синонимом понятий «открытость» и «прозрачность»

Проблема, поставленная в работе, - определить уровень прозрачности российских компаний и создать меры для повышения этого уровня, показать воздействие прозрачности на стоимость компании. Основными методами решения будут доказательство, на примере западных компаний, увеличения их капитализации за счет повышения прозрачности и разработка собственных мер для улучшения открытости.

Цель работы – показать актуальность и своевременность данного исследования, обратить внимание компаний на ту информацию, которую они показывают всем заинтересованным пользователям без исключения.

Работа должна стать ядром для последующих исследований в этой области.

# **1. Теоретические основы взаимосвязи прозрачности и стоимости компании**

## ***1.1. Сущность и эволюция понятия транспарентности компании***

Транспарентность – это некий принцип создания такой среды, где информация о существующих условиях, решениях и действиях доступна, видна и может быть понятна всем участникам рынка.

Раскрытие информации – это процесс и методология предоставления информации и принятия решений, известных через своевременное распространение и открытость.

Предоставление прозрачной и полезной информации про участников рынка и их операций имеет первостепенное значение для эффективно работающего рынка. Рыночные силы сами по себе не в состоянии выработать достаточные уровни раскрытия информации.

Тенденция либерализации рынков 1980-х годов, принеся все возрастающую волатильность рынков, увеличила необходимость в информации как средства гарантии финансовой стабильности. В 1990-х годах, при дальнейшей увеличении рыночной либерализации, в финансовых и нефинансовых областях возникло большое упорство в предоставлении полезной информации. Требования минимальной открытости сейчас определяют количество и качество предоставляемой участникам рынка информации. Так как предоставление информации важно для создания стабильного рынка, регуляторы также ставят качество информации как приоритетную цель своей деятельности.

При предоставлении информации важно учесть цену информации и время. В долгосрочном периоде режим полной информационной открытости всегда превалирует.

Правительство и центральные банки признают, что прозрачность улучшает предсказуемость и, следовательно, эффективность политики компании. Прозрачность заставляет компании сталкиваться с реальностью лицом к лицу. Тем самым руководители становятся более ответственными, особенно когда знают, что им придется отвечать за свои взгляды, решения и действия. Своевременные корректировки политики компании имеют первостепенное значение.

Прозрачность также способствует улучшению подотчетности, внутренней дисциплины и управления. Открытость положительно влияет на качество принятия решений в компаниях. Если действия и решения полностью открыты, то и издержки на их мониторинг меньше.

Таким образом, прозрачность и подотчетность:

- 1) Внедряют ответственность за принятие решений, увеличивая их качество
- 2) Приведут к более эффективной политике улучшения взаимопонимания между участниками рынка

Однако прозрачность и подотчетность компании не истины в последней инстанции. Они служат для увеличения производительности и могут улучшить работу международных финансовых рынков, расширяя качество принятия решений, управления рисками для всех участников рынка. Опять же они не панацея. В частности, прозрачность не меняет саму финансовую среду или риски, присущие финансовым системам. Она не в состоянии предотвратить финансовые кризисы, но может смягчить реакцию

участников рынка на плохие новости. Следовательно, она уменьшает вероятность возникновения паники и неразберихи на рынке<sup>1</sup>.

Транспарентность в отчетности заключается в предоставлении полной открытой и информации участникам рынка, необходимой для принятия экономических решений. Адаптация принятых во многих странах международных стандартов отчетности – необходимая мера для облегчения открытости и верной интерпретации отчетности. Информация в отчетности должна отвечать четырем основным требованиям:

#### 1) Уместность

Информация уместна тогда, когда она оказывает влияние на принятие экономических решений пользователями, помогая им оценить прошлые, настоящие и будущие события или корректируя прошлые оценки.

#### 2) Надежность

Информация не должна содержать существенных ошибок и дыр. Главными составляющими надежности информации служат честное представление, преобладание содержания над формой, нейтральность, здравомыслие и полнота.

#### 3) Сопоставимость

Информация, предоставляемая различными компаниями, должна базироваться на схожих и сравнимых параметрах. Таким образом пользователи будут иметь возможность сравнить различные компании по качеству информации.

#### 4) Понятность

Информация должна быть понятна пользователям, которые имеют соответствующее экономическое образование. Запутанная и плохо

---

<sup>1</sup> Авторский перевод: Hennie van Greuning, Marius Koen: “International Accounting Standards” – The World Bank, 2001, стр.2

подаваемая информация будет только отпугивать потенциальных инвесторов.

Что касается честной подачи информации, то лучше не открывать никакой информации, чем открывать недостоверную информацию. Особенно это касается наших, российских, компаний.

Транспарентность, или прозрачность, компании, то, как компания позиционирует себя на рынке, как ее воспринимают во внешней среде – все это в конечном итоге сказывается на ее капитализации. Ценность информации, которую предоставляет компания, многократно возросла со становлением новой, информационной экономики. Именно отчетность компании включает в себя ту доступную для пользователей информацию, на основе которой они могут выразить мнение относительно ее будущего. Это своего рода иллюстрация всей ее жизнедеятельности, от периода становления и развития до периода стабильного роста и упадка.

Эволюция отчетности (предоставление открытой информации) происходила следующим образом. На рубеже 19-20 веков менеджеры корпораций стали испытывать потребность в предоставлении инвесторам информации о своих компаниях. Совместно с бухгалтерскими фирмами они разработали для своих нужд нормы финансовой отчетности. Лишь позже профессиональные эксперты бухгалтерского учета свели эти разрозненные приемы и нормы в формализованную систему стандартов. А еще позже регулирующие ведомства решили взять стандарты под свою юрисдикцию.

Нынешняя практика отчетности в США ведет свои истоки от Закона о ценных бумагах 1933 года и закона об обороте ценных бумаг 1934 года. Эти законы были приняты в ответ на биржевой крах 1929 года и последующую за ним Великую депрессию. К этому, по мнению экономистов, были причастны плохая бухгалтерия и непригодная отчетность. В связи с этим оба закона были направлены на преодоление двух главных проблем: недостаток



единообразия в методах отчетности и отсутствие третьей стороны, которая могла бы удостоверить, что отчетные показатели выведены надлежащими методами<sup>2</sup>.

Закон 1934 года учредил Комиссию по ценным бумагам и биржам (Securities and Exchange Commission, SEC), призванную стандартизировать и регулировать процедуры, посредством которых открытые акционерные компании отчитываются перед акционерами о результатах своей деятельности. Почти сразу же SEC обратилась к профессиональным бухгалтерам с поручением выработать набор единообразных принципов внешней финансовой отчетности. Затем комиссия наделила этих профессионалов полномочиями удостоверить, что компании и в самом деле следуют принятым бухгалтерским правилам в своей отчетности.

Однако дипломированные независимые бухгалтеры не были готовы взять на себя это бремя и не хотели это делать. На всём протяжении 30-х годов они всячески сопротивлялись обязанности, возложенной на них SEC. Они подчеркивали трудности, с которыми связана выработка единообразных принципов учета из-за ограниченных возможностей проверки финансовых отчетов и из-за их субъективности, а особенно из-за огромного разнообразия потребителей финансовой отчетности. В конце концов, профессиональные бухгалтеры все-таки смирились с обязанностью проверять финансовые отчеты, ежегодно составляемые компаниями.

Сегодня компании «большой пятерки» (крупнейшие в мире аудиторско-консалтинговые фирмы: PricewaterhouseCoopers, KPMG, Deloitte, Ernst&Young и Arthur Andersen) выполняют львиную долю этой аудиторской работы для крупных местных и многонациональных корпораций. При этом они руководствуются набором правил, установленных Американским институтом дипломированных независимых бухгалтеров, а также

---

<sup>2</sup> Роберт Дж. Эклз, Роберт Х.Герц, Э.Мэри Киган, Дейвид М.Х.Филлипс: «Революция в корпоративной отчетности – как разговаривать с рынком капитала на языке стоимости, а не прибыли» - Прайсуотерхаус куперс аудит, ЗАО Олимп-бизнес, Москва 2002, стр. 35

бухгалтерскими принципами, введенными Управлением стандартов финансового учёта США.

В 1934 году был создан Специальный комитет взаимодействия с фондовыми биржами. Председатель этого комитета, будучи председателем также и Нью-Йоркской фондовой биржи, проявил особую заинтересованность в раскрытии достоверных данных о доходе и прибыли и ограничении использования балансовых резервов ради приукрашивания этих показателей, что вовсю практиковали компании. Однако Специальный комитет воспрепятствовал движению в этом направлении из опасения, что инвесторы не сумеют понять субъективную природу определения бухгалтерской прибыли и станут воспринимать этот показатель как фактическую величину, которую можно умножить на какое-либо число и получить текущую рыночную стоимость фирмы. Современная деятельность аналитиков продающей стороны вполне подтверждает обоснованность этих опасений.

Когда компании стали транснациональными и отчеты стали очень необходимы аналитикам из других стран, вопрос о едином принципе учета и отчетности вставал у многих руководителей корпораций по всему миру. Правила, регулирующие раскрытие данных учета и отчетности различались у разных стран и зависели от качества понимания бухгалтерских стандартов<sup>3</sup>. Возникла острая необходимость в единых стандартах.

Концепция общемировых стандартов уходит корнями в 1904 год, когда в Сент-Луисе (США) была проведена первая международная конференция по бухгалтерскому учету. Потом, уже в 1973 году профессиональные бухгалтеры и финансовые менеджеры, аналитики и ученые и многие другие создали Международный комитет бухгалтерских стандартов (International Accounting Standards Committee, IASC). В первые 15 лет своего существования IASC целенаправленно занимался разработкой и внедрением

---

<sup>3</sup> “The development and regulation of Non-bank Financial Institutions” – Jeffrey Carmichael, Michael Pomerleano – The World Bank, The International Bank for Reconstruction and Development, 2002, стр. 67

стандартов с Международной организацией комиссий по ценным бумагам (International Organization of Securities Commissioners, IOSCO) о разработке общемировых стандартов. Это соглашение наделяет IASC правом рекомендовать Международные бухгалтерские стандарты к применению в международных котировках фондовых бирж. Кроме того, оно предусматривает создание Постоянного комитета по разъяснению и толкованию стандартов. Будучи членом IOSCO, американская SEC продолжает играть ведущую роль в продвижении реформаторских начинаний IASC.

Рекомендации IASC завоевали доверие медленно, но верно, и в 1990-х годах это, наконец, свершилось. Компании многих развитых и развивающихся стран начали отчитываться о результатах деятельности, следуя международным бухгалтерским стандартам или, по крайней мере, сообразуя с ними свои национальные стандарты.

Но мир не стоит на месте. Прозрачность компании – залог увеличения стоимости в будущем. Специалисты компании PricewaterhouseCoopers предлагают внедрить в практику трехуровневую модель обеспечения прозрачности компании:

- 1 уровень – всемирные стандарты финансовой отчетности
- 2 уровень – отраслевые стандарты
- 3 уровень – специфическая для каждой компании информация

Эта модель является одним из вариантов нового видения будущей корпоративной отчетности. Инвесторы и другие заинтересованные стороны выиграют только в том случае, если компании будут предоставлять интегрированную информацию, которая дает целостное представление о них – об их возможностях на рынке, стратегиях и способах их реализации, факторах стоимости и финансовых результатах. Подробнее о том, как это сделать, мы расскажем в следующем параграфе этой главы.

## **1.2. Анализ западных исследований в области взаимосвязи транспарентности и капитализации**

Не для кого ни секрет, что сложившаяся модель раскрытия информации бесполезна, неинформативна и более того – причиняет вред всем ее пользователям без исключения. От нее страдают и компании, готовящие отчеты, и инвесторы, эти отчеты читающие. В последующем мы докажем справедливость этого утверждения.

Западные экономисты, и особенно ученые из США, много лет работали над исследованием взаимосвязи между прозрачностью и стоимостью компании. Результаты их трудов, конечно же, нашли отражение в нашей работе – так как это солидная база для улучшения прозрачности их российских компаний-аналогов.

Мы разделим западных авторов условно на 2 группы:

1 группа: авторы, считающие, что транспарентность, прозрачность никак не влияет на стоимость компании

К первой группе относятся те, кто считают, что вся информация о будущих ценах заложена в стоимости ценной бумаги и никакие факторы, в том числе увеличение прозрачности, не в состоянии на нее повлиять.

Согласно экономической теории, цена акций компании равна чистой приведенной стоимости будущих денежных потоков. Это утверждение идет в купе с гипотезой эффективного рынка (Efficient Market Hypothesis, EMH). Эффективный рынок - это рынок, на котором большое число рациональных участников, стремящихся к максимизации прибыли, активно соревнуется между собой, пытаясь предвидеть будущие рыночные котировки отдельных ценных бумаг, и где вся важная и необходимая текущая информация

находится в свободном доступе для всех участников. На эффективном рынке конкуренция среди огромного числа инвесторов приводит к возникновению ситуации, когда в каждый конкретный момент времени действительная стоимость любой бумаги отражает всю имеющуюся информацию об уже случившихся событиях в прошлом, и тех вероятных событиях, которые на данный момент ожидаются в будущем<sup>4</sup>. ЕМН практически полностью основана на предположении о компетенции и хорошей информированности аналитиков, использующих инструменты анализа, и постоянно стремящихся оценить и обработать поток новой информации, поступающей на рынок.

Авторы теории также убеждены, что поскольку в рыночных ценах уже содержится вся имеющаяся информация, то любая попытка получить преимущество посредством строгого анализа финансовой отчетности обречена на неудачу. Logie и Hamilton выразили эту мысль так : “Наиболее общий вывод гипотезы эффективного рынка (ЕМН) состоит в том, что большинство видов анализа ценных бумаг логически незакончены и бесполезны”. Эта позиция парадоксальна. Получается, что тысячи умных аналитиков достаточно способны для того, чтобы своими усилиями поддерживать эффективность рынка ценных бумаг в целом, но недостаточно умны для того, чтобы осознать всю бесплодность своих попыток получить преимущества для отдельных индивидов. Более того, в случае осознания ими этого факта рынок перестанет быть эффективным. Существует ряд факторов, которые могли бы объяснить этот парадокс. Среди них выделяется, прежде всего, тот факт, что вся гипотеза построена на оценке скорее совокупного, а не индивидуального поведения инвесторов. В результате сосредоточение на макроповедении не только приводит к гипертрофированию значения средних результатов, но и скрывает результаты, достигнутые отдельными индивидами, благодаря их упорной работе, изобретательности, а также

---

<sup>4</sup> Eugene F. Fama “Random Walk in stock market prices”, Financial Analysts Journal, September/October 1965, стр 76

превосходному умению своевременно обработать информацию по мере ее поступления.

Немногие усомнятся в том, что важная информация распространяется быстро. В конце концов, ставки здесь очень высоки. Также не удивительно, что на фондовом рынке происходит быстрая обработка информации. Теперь, применяя тот же метод дедукции, что и авторы гипотезы эффективного рынка (ЕМН), мы могли бы прийти к заключению, что скорость и эффективность реакции рынка, видимо, служат доказательством того, что его участники ожидают получения существенного вознаграждения за свои усилия<sup>5</sup>.

Но за пределами аргументации ЕМН остается существенная разница между информацией и ее верной интерпретацией. Даже если согласиться с тем, что вся информация о данной ценной бумаге, имеющаяся на конкретный момент, содержится в ее цене, последняя совсем не обязательно верно отражает стоимость. Возможна как недооценка, так и переоценка в зависимости от степени точности интерпретации имеющейся информации теми, чьи действия определяют рыночную цену на данный момент, т.е. эффективность рынка зависит не только от наличия информации, но и от ее корректного истолкования.

Доказать, что прозрачность никак не влияет на стоимость компании, практически невозможно. Поэтому автор считает, что гипотеза эффективного рынка и все авторы, кто ее придерживается, принижают значение прозрачности как важнейшего фактора увеличения капитализации компании.

2 группа: авторы, считающие, что транспарентность увеличивает стоимость компании в долгосрочной перспективе

---

<sup>5</sup> Л.А. Бернштайн: «Анализ финансовой отчетности» - «Финансы и статистика», Москва, 1996, стр.33

К счастью, таких авторов большинство. Рассмотрим в подробности их рассуждения.

В 1997 и 1998 годах компания PricewaterhouseCoopers провела глобальный опрос среди сотен институциональных инвесторов и фондовых аналитиков в 14 странах. Всего 19% опрошенных инвесторов и 27% аналитиков признали финансовые отчеты очень полезным инструментом выявления подлинной стоимости компании<sup>6</sup>.

Составители отчетов – то есть сами компании – с таким суждением вполне согласны. Только 38% руководителей фирм в США видят толк в своих отчетах. Картина даже еще драматичнее: в таком же опросе представителей высокотехнологичных отраслей США и Канады лишь 7% инвесторов, 16% аналитиков и 13% руководителей фирм сочли данные финансовых отчетов полезными для определения подлинной стоимости компаний.

Самое главное, все они чувствуют, что попали в ловушку краткосрочной прибыли и обречены играть в эту игру. В результате рынок капитала слишком нацелен на краткосрочные показатели и испытывает недостаток информации, необходимой для верной оценки стоимости. Следовательно, на рынке акций происходят значительные изменения как в одну, так и в другую сторону. Пора изменять правила игры. Ведь от этого зависит буквально все: как распределяется капитал среди компаний, как создается общественное богатство, какую отдачу получают люди от капитала, наконец, насколько компании удовлетворяют нужды всех заинтересованных сторон.

При создании стоимости у каждого руководителя компании встают вопросы, какие показатели деятельности наиболее важны на данном этапе,

---

<sup>6</sup> Роберт Дж. Эклз, Роберт Х.Герц, Э.Мэри Киган, Дейвид М.Х.Филлипс: «Революция в корпоративной отчетности – как разговаривать с рынком капитала на языке стоимости, а не прибыли» - Прайсуотерхаус куперс аудит, ЗАО Олимп-бизнес, Москва 2002, стр. 14

как они соотносятся между собой и какие показатели предвещают долгосрочный финансовый успех бизнеса?

Ответы на них дают поистине профессионалы в области стратегического менеджмента Роберт Каплан и Эдвард Нортон в своей книге: сбалансированная система показателей.

Сбалансированная система показателей эффективности (ССП) (balanced scorecard) предоставляет менеджеру инструмент для получения желаемых результатов в сложных условиях жесткой конкуренции — условиях, в которых работают все компании. Сбалансированная система показателей, или критериев, рассматривает цели и стратегию компании сквозь призму некой всеобъемлющей системы оценки ее деятельности, обеспечивая определенной методикой для создания системы стратегических критериев и системы управления. Основной упор в СПП по-прежнему делается на оценку достижения финансовых результатов, которая дополняется финансовыми показателями деятельности непосредственных исполнителей. СПП оценивает работу компании на основе четырех сбалансированных параметров: финансы, взаимоотношения с клиентами, внутренние бизнес-процессы, а также обучение и повышение квалификации персонала. С помощью СПП можно не только анализировать финансовые результаты, но одновременно участвовать в создании новых возможностей и регулировать приобретение нематериальных активов для дальнейшего роста<sup>7</sup>.

Информационная эпоха - последние десятилетия XX века - привела к тому, что многие фундаментальные постулаты промышленной конкуренции устарели. Завоевать устойчивое преимущество в условиях рынка только лишь внедрением новых технологий в производство или хорошим управлением финансовыми активами и пассивами стало невозможно.

---

<sup>7</sup> Роберт Каплан, Дейвид Нортон «Сбалансированная система показателей» - ИБС, ЗАО Олимп-бизнес, Москва 2003, стр.6



Компании информационной эпохи структурированы (организованы) на основе новых концептуальных решений. Они действуют в условиях интегрированных бизнес-процессов, концептуально отличающихся от деятельности на основе принципа функциональной специализации, успешно сочетая высокий профессионализм узких специалистов, с одной стороны, оперативность, эффективность и качество, отличающие интегрированный бизнес-процесс, — с другой.

Противоречие между непреодолимой силой, направленной на создание широких конкурентных возможностей, и неповоротливой моделью финансовой бухгалтерской отчетности послужило причиной создания некоего синтезированного явления: сбалансированной системы показателей эффективности. Эта система сохраняет традиционные финансовые параметры, которые отражают исторический аспект уже свершившихся событий. Это, несомненно, важно для предприятий промышленной эпохи, для которых инвестиции в долгосрочные потенциальные возможности и взаимоотношения с клиентами не были определяющими с точки зрения достижения успеха.

Однако такие финансовые критерии не годятся для управления и оценки деятельности компаний в век информации, которая направлена на создание стоимости посредством инвестирования в клиентов, поставщиков, работников, производство, технологию и инновационные проекты.

Сбалансированная система показателей дополняет систему финансовых параметров уже свершившегося прошлого системой оценок перспектив. Цели и показатели данной системы формируются в зависимости от мировоззрения и стратегии каждой конкретной компании и рассматривают ее деятельность по четырем критериям: финансовому, взаимоотношениям с клиентами, внутренним бизнес-процессам, а также обучению и развитию персонала (см. Приложение 1).

Сбалансированная система, тем не менее, — нечто большее, чем новый подход к оценке. Инновационные компании используют ее как центральную организационную схему процессов управления. Первоначально компания может разработать свою систему с довольно узким набором задач: сформулировать ясную концепцию стратегии, прийти к единому мнению о способах ее реализации и довести ее до сведения всех сотрудников компании. Но истинная значимость сбалансированной системы показателей проявляется тогда, когда происходит ее трансформация из системы оценок в систему управления. Все больше компаний работают с ССП и понимают, что ее можно использовать для того, чтобы:

- четко сформулировать стратегию и прийти к единому мнению;
- довести стратегию до сведения всех работников компании;
- согласовать цели и задачи подразделения и каждого работника со стратегией компании;
- согласовать стратегические задачи с долгосрочными целями и годовыми бюджетами;
- идентифицировать и систематизировать стратегические инициативы;
- периодически проводить обзоры достигнутых стратегических результатов;
- создать обратную связь для получения информации и своевременного изменения стратегии в случае необходимости.

Сбалансированная система показателей эффективности эффективно заполняет тот пробел, который существует в большинстве управленческих систем, — отсутствие обратной связи по вопросам стратегии компании. Менеджмент, поставивший во главу угла ССП, предоставляет компании возможность систематизировать и концентрировать свои усилия на выполнении долгосрочной стратегии. При условии именно такого применения система становится основой управления предприятиями информационной эпохи.

Финансовые показатели сохранены в ССП, поскольку они оценивают экономические последствия предпринятых действий и являются индикаторами соответствия стратегии компании, ее осуществления и воплощения общему плану усовершенствования предприятия в целом. Как правило, финансовые цели относятся к прибыльности и измеряются, например, операционной прибылью, доходностью занятого капитала или, как это было до недавнего времени, добавленной стоимостью. Альтернативными финансовыми целями могут быть быстрый рост объема продаж или генерирование потока наличности.

Клиентская составляющая в свете ССП рассматривается менеджерами как потребительская база и сегмент рынка, в которых конкурирует данное предприятие, а также как показатели результатов его деятельности в целевом сегменте рынка. Как правило, эта составляющая включает в себя несколько основных показателей результатов успешного претворения в жизнь правильно сформулированной и хорошо выполняемой стратегии. Сюда входят удовлетворение потребностей клиентов, сохранение потребительской базы, привлечение новых клиентов, доходность, а также объем и доля целевого сегмента рынка. Однако клиентская составляющая должна также включать специфические показатели ценности предложений, получаемых потребителем целевого сегмента от данной компании. Речь идет о тех факторах, которые являются важнейшими для потребителя в вопросе сохранения лояльности. Например, для него чрезвычайно важны факторы своевременной доставки или доставки в короткие сроки; постоянного потока новых видов продуктов или услуг; способности поставщика не только предвосхищать новые потребности клиента, но и возможности удовлетворить их. Клиентская составляющая позволяет менеджерам сформулировать стратегию, ориентированную на потребителя и целевой сегмент рынка, таким образом, чтобы в будущем она обеспечила исключительную доходность.

Составляющая внутренних бизнес-процессов определяет те главные внутренние бизнес-процессы, которые необходимо довести до совершенства. Это позволит компании:

- разработать такие бизнес-предложения потребителям, которые помогут создать и сохранить клиентскую базу в целевом сегменте рынка;
- удовлетворить ожидания акционеров относительно высокой финансовой доходности.

Показатели данного направления сосредоточены на оценке внутренних процессов, от которых в огромной степени зависит удовлетворение потребностей клиентов и достижение финансовых задач компании в целом.

Составляющая внутренних бизнес-процессов выявляет два фундаментальных различия между традиционным подходом и ССП в оценке деятельности компании. При традиционном подходе делается попытка контролировать и совершенствовать существующие процессы, причем этот подход может даже включать качественные и временные критерии. Тем не менее, концепция традиционного подхода заключается именно в улучшении уже существующего бизнес-процесса. Система, как правило, формулирует абсолютно новые процессы, с помощью которых компания должна достичь совершенства, решая финансовые задачи и выполняя пожелания потребителей. Например, некая фирма вдруг осознает, что для предвосхищения будущих потребностей клиентов или для развития нового направления обслуживания целевых потребителей необходимо разработать новый бизнес-процесс. Сбалансированная система показателей высвечивает те процессы, которые являются решающими для успешного выполнения стратегии, причем часть из них могут вообще не использоваться в данный момент. Второе отличие состоит в том, что ССП рассматривает инновационные процессы как неотъемлемую часть внутренних бизнес-процессов. Характерной чертой традиционного подхода является предоставление имеющихся продуктов и услуг имеющемуся клиенту.

Налицо попытка контролировать и совершенствовать существующие операции, создающие короткую стоимостную цепочку, которая начинается в момент получения заказа от существующего клиента на существующий продукт и заканчивается доставкой ему этого продукта. Компания создает стоимость за цену более высокую, чем получает от продаж.

Составляющая обучения и развития персонала - четвертая составляющая сбалансированной системы показателей эффективности определяет инфраструктуру, которую надлежит создать, чтобы обеспечить долговременный рост и совершенствование. Две предыдущие составляющие системы формулировали факторы, наиболее значимые для настоящего и будущего бизнес-процессов. Предприятие вряд ли сумеет достичь долгосрочных целей, пользуясь технологическими возможностями сегодняшнего дня. Агрессивная глобальная конкуренция требует от компаний постоянного совершенствования при создании стоимости для клиентов и акционеров<sup>8</sup>.

Организационное обучение и карьерный рост имеют три главных источника: люди, системы и организационные процедуры. Первые три составляющие сбалансированной системы обнаруживают большой разрыв между существующими возможностями людей, систем и процедур и теми, которые требуются для прорыва в деятельности. Для того чтобы ликвидировать этот пробел, предприятие должно инвестировать в переобучение персонала, усовершенствование информационных технологий и систем, создание взаимосвязи между организационными процедурами и ежедневными операциями. Эти цели формулируются составляющей ССП, которая называется обучение и развитие персонала. Подобно параметрам клиентской составляющей, показатели раздела обучения и развития представляют собой комплекс общих критериев (удовлетворение работой, текучесть персонала, обучение, повышение квалификации) и специфических

---

<sup>8</sup> Роберт Каплан, Дейвид Нортон «Сбалансированная система показателей» - ИБС, ЗАО Олимп-бизнес, Москва 2003, стр.32

факторов, таких как подробный характерный для данной деятельности набор навыков и умений, необходимых в новой конкурентной обстановке. Показателем возможностей информационных систем служит наличие своевременных точных оценочных сведений о клиенте и о внутренних бизнес-процессах, важных для тех работников, которые уполномочены принимать решения. С помощью организационных процедур можно проанализировать, насколько мотивация каждого сотрудника компании согласуется с общей системой факторов, направленных на достижение успеха.

В целом ССП переводит общее видение и стратегию компании в цели и задачи с помощью сбалансированного набора составляющих. Сбалансированная система показателей — это параметры достижения желаемых результатов и процессов, которые приводят к этим результатам.

Многие компании, возможно, уже пользуются набором финансовых и нефинансовых показателей для общения с советом директоров и в отчетах руководству. Усиленное фокусирование на интересах клиента и качестве бизнес-процессов привело к тому, что руководство стало отслеживать показатели, касающиеся уровня удовлетворения нужд клиента, претензий, процента брака продукции, количества несвоевременных поставок, и информировать персонал о них. ССП — это нечто большее, чем простой набор важнейших показателей или основных факторов успеха. Многоплановые индикаторы в правильно построенной системе должны состоять из взаимосвязанных целей и оценочных критериев их достижения, последовательных и дополняющих друг друга.

Сбалансированная система показателей эффективности — это взаимозависимость причинно-следственных связей с критериями оценки результатов и факторов их достижения.

Стратегия в простейшем понимании — это набор неких гипотез о причинах и следствиях. Более серьезный подход к этому понятию

рассмотрен у Б.Г. Литвака, перефразируя которого можно определить стратегию как кортеж, который включает:

- долговременные цели, определяющие деятельность организации (стратегические цели);
- технологии, с помощью которых реализуется достижение стратегических целей;
- ресурсы, которые будут использованы при достижении целей;
- систему управления, обеспечивающую достижение стратегических целей, в том числе людей как основную составляющую часть системы управления.

Система оценки должна четко и ясно представить соотношения между целями и критериями их достижения в различных направлениях, чтобы они были реальными и чтобы ими можно было управлять. Цепь причинно-следственных связей, являясь основным принципом построения ССП, пронизывает все ее составляющие. Например, доходность основного капитала может быть одним из показателей финансовой составляющей. Фактором деятельности, оценивающим этот показатель, может быть постоянный или увеличивающийся объем продаж клиентам, свидетельствующий о высоком индексе потребительского доверия. Однако какими средствами компания достигает лояльности клиентов? Оказывается, фактор своевременной доставки заказа (on-time-delivery, OTD) является одним из основных предпочтений потребителя. Итак, лояльность клиентов — это результат постоянного совершенствования OTD, что, в свою очередь, влечет за собой более высокие финансовые результаты. Следовательно, оба показателя — и лояльность потребителей, и OTD — взаимосвязаны в клиентской составляющей ССП. Какие внутренние процессы необходимо

улучшить, чтобы достичь высочайшего уровня ОТД? Для этого, возможно, потребуется сокращение временных циклов в операционных процессах и высокое качество внутренних процессов, причем оба фактора могут быть показателями составляющей внутренних бизнес-процессов. Каким же образом компания выполнит эти требования? Обучая и совершенствуя навыки и умения работников, то есть ставя цель, которая может быть зафиксирована в составляющей обучения и развития персонала.

Каждый показатель, включенный в ССП, должен быть звеном в цепи причинно-следственных связей, которая доводит до сведения всех работников компании смысл ее стратегии. При составлении ССП на основе бизнес-модели ее проверяют на достоверность заложенных в ней гипотез и предпосылок. Менеджеры определяют для себя набор причинно-следственных связей между переменными, которыми они управляют ради создания стоимости. Собрав и изучив данные за некий период времени, менеджеры могут установить, существуют ли в реальности гипотетические причинно-следственные связи. Подтверждение гипотезы дает менеджерам уверенность в том, что они пользуются надлежащей бизнес-моделью. Далее они могут вывести на основе фактических данных причинно-следственные связи такого типа: укрепление приверженности потребителей на 5% дает 1% прироста рыночной доли, в результате чего прибыль увеличивается на 10%. Однако не все связи сводятся к простой линейной зависимости. Иногда улучшение одного показателя проявляется в другом убывающей или отрицательной отдачей. Например, расширение рыночной доли за счет нерентабельных потребителей ведет к сокращению прибыли. Или любое дополнительное улучшение одного показателя может существенно нарастать в следующем: с уменьшением текучести кадров производительность труда растет ускоренными темпами благодаря эффекту мультипликатора, возникающего вследствие использования более квалифицированной рабочей силы. Наконец, менеджеры в состоянии определить даже временные разрывы в причинно-следственных связях. Например, рост прибыли происходит



спустя 6 месяцев после увеличения рыночной доли, которое, в свою очередь, следует за укреплением приверженности потребителей с отставанием на 9 месяцев.

Однако очевидно, что правильно составленная сбалансированная система должна быть неким комплексом показателей результатов и факторов, способствующих их достижению. Без указания этих факторов невозможно понять, какие были достигнуты итоги. Кроме того, с помощью только показателей невозможно оценить на ранних этапах, насколько успешно осуществляется стратегия компании. И наоборот, такие факторы, как продолжительность временного цикла или процент брака (число дефектов на миллион изделий) без показателей результатов могут способствовать достижению кратковременных операционных улучшений, но не отражают их влияние на состояние клиентской базы и, соответственно, на финансовые результаты. Хорошо разработанная ССП должна включать сбалансированный комплекс результатов (индикаторы уже сделанного) и факторов достижения будущих результатов (показатели того, что будет сделано)<sup>9</sup>.

Инновационный опыт использования ССП иллюстрируется примерами деятельности многих компаний. Примеры использования ее компанией Metro Bank (название изменено в целях конфиденциальности) и National Insurance смотрите в Приложении 2. Пример использования системы показателей на государственных предприятиях смотрите в Приложении 3.

На пути к реализации стратегии компании могут возникать различные барьеры. (см. Приложение 4)

Реализация эффективной стратегии – основное направление деятельности менеджеров компании на пути к увеличению стоимости.

---

<sup>9</sup> Роберт Каплан, Дейвид Нортон «Сбалансированная система показателей» - IBS, ЗАО Олимп-бизнес, Москва 2003, стр.35

Реализация стратегии начинается с процесса обучения людей. Некоторые организации держат ее в тайне от всех, кроме определенной группы топ-менеджеров. Именно эта группа воплощает стратегию в жизнь, осуществляя централизованное руководство и контроль. Подобный подход был распространен в XX столетии, однако сегодня в компаниях, ориентированных на клиента и новые технологии, поняли, что невозможно оценивать, информировать и контролировать все действия, направленные на реализацию перспективных планов корпорации. Компания, которая стремится к тому, чтобы в осуществлении стратегии принимали участие все ее сотрудники, непременно сообщит им общую концепцию и программу, выработанные в рамках сбалансированной системы показателей, и станет активно поощрять их инициативы и предложения по решению поставленных целей и задач. Все это делает сотрудников компании участниками процесса создания и реализации стратегии.

В идеальной ситуации каждый человек в организации — от председателя совета директоров до дворника — должен понимать стратегию компании и свое место в «общей картине». Сбалансированная система показателей превращает этот идеал в реальность. Составлением ССП занимается команда топ-менеджеров. От того, как подобрана эта команда и насколько она эффективна, во многом зависит, получит ли корпорация выгоды от применения ССП. Но это только первый шаг. Для получения наибольшей выгоды группа разработчиков системы должна поделиться своими идеями о стратегии со всей организацией и даже с несколькими основными клиентами. Таким образом, при помощи ССП в среде всех сотрудников компании создается атмосфера взаимопонимания и стремление к конечным перспективным целям. Только поняв долговременные цели и способы их достижения, человек сможет оценить свой вклад в бизнес-процесс, а коллектив — направить всеобщие усилия и инициативы в единое русло. Приведение индивидуальных целей и задач в соответствие с общей концепцией и стратегией компании — процесс длительный и сложный. Есть

организации, которые привлекают к этой работе более 5000 своих сотрудников. Это, естественно, невозможно осуществить в рамках одной программы, и потому такие большие организации используют несколько взаимозависимых механизмов для перевода корпоративной программы и ССП в цели и показатели для отдельных подразделений и сотрудников<sup>10</sup>.

Система сбалансированных показателей как тема исследований породила много книг, статей и конференций. Большинство бухгалтерских и консультационных фирм внедрило в свою практику сбалансированную систему показателей, появилось множество специализированных консультантов, которые предоставляют компаниям услуги и программное обеспечение, помогающие перейти на ССП. Многие компании восприняли ССП, преследуя самые разные цели, но мало кто явственно руководствовался намерением улучшить систему внешней отчетности. ССП нацелена на создание стоимости:

Создание стоимости – сохранение стоимости – реализация стоимости

К сожалению, Нортон и Каплан в своем исследовании немного пренебрегли внешней отчетностью. Вот если бы все эти показатели, помогающие реализовать стоимость компании, стали бы общедоступны, рынок бы по достоинству их оценил.

Создание бизнес-модели – это одно, доведение ее до инвестора – это уже совсем другое. Компания, прежде всего, должна ответить на следующие вопросы:

- 1) Важны ли рынку показатели, которые имеют значение для менеджеров?
- 2) Известны ли участникам рынка показатели, значимые в их глазах?

---

<sup>10</sup> Роберт Каплан, Дейвид Нортон «Сбалансированная система показателей» - IBS, ЗАО Олимп-бизнес, Москва 2003, стр.182

- 3) Обеспечивают ли внутренние системы надежную и достоверную информацию по каждому важному показателю?
- 4) Считают ли менеджеры, что хорошо справляются с распространением такой информации в форме внешней отчетности?
- 5) Насколько удовлетворены участники рынка поступающей им информацией?

Ответы на эти вопросы подскажут менеджерам, согласен ли рынок с тем, что бизнес-модель компании объясняет, каким образом создается стоимость.

А если не инвесторы, аналитики или менеджеры, то кто еще способен получить и обработать информацию? В книге «Развитие и регулирование небанковских финансовых институтов»<sup>11</sup> говорится о том, что информация должна быть наиболее полезна для регуляторов рынка, тех, кто устанавливает правила игры. Регулирование раскрытия информации компанией является основой в защите инвестора на финансовых рынках, так как оно предоставляет базу для принятия обоснованных решений. Важными факторами является, по мнению авторов, не количество, а качество и полезность информации. Чрезмерное количество информации может затруднить ее понимание у инвесторов и отбить у них всякое желание покупать акции компании. Комплексное раскрытие информации может быть затратным для компании. Однако существует существенное различие между информацией, необходимой для регулирующих ведомств и информацией, необходимой рынку. Во многих случаях у регулятора есть специфические потребности, которые не соответствуют потребностям инвесторов. В странах с нестабильной экономикой потребности регулятора в предоставлении большого количества информации достаточно велики, тогда как в публичных отчетах информация минимальна. В странах же с развитой экономикой

---

<sup>11</sup> “The development and regulation of Non-bank Financial Institutions” – Jeffrey Carmichael, Michael Pomerleano – The World Bank, The International Bank for Reconstruction and Development, 2002, стр. 62

именно рынок поглощает огромные массивы информации от компании, ее внутренней стратегии.

Доведение этой внутренней стратегии компании до инвестора, проведение мероприятий по распространению наиважнейшей информации для ее потребителей нашли свое отражение в концепции «Отчетности о стоимости» (ValueReporting), разработанной аналитиками крупнейшей в мире аудиторско-консалтинговой фирмой – PricewaterhouseCoopers.

Отчетность о стоимости – это концепция раскрытия менеджерами компаний информации обо всех критериях и параметрах, которые служат как для внутреннего, так и для внешнего пользования, рынку в лице аналитиков и инвесторов, для увеличения капитализации в долгосрочной перспективе<sup>12</sup>. Для этого компании необходимо пройти четыре шага к информационной прозрачности:

- 1) Построить модель бизнеса, отразив в ней причинно-следственные связи между ключевыми факторами стоимости, и найти наиболее содержательные показатели для их оценки.
- 2) Разработать или адаптировать для себя новую методологию оценки (на основе Системы Сбалансированных Показателей)
- 3) Привести эмпирическую и практическую проверку бизнес-модели и выбранных оценочных показателей
- 4) Сравнить мнения руководства компании с мнением рынка о том, какие показатели наиболее важны.

По мнению авторов, одним из наиболее плодотворных способов определить степень единодушия менеджеров и рынка в оценке бизнес-модели – провести исследование на тему «Что такое отчетность о стоимости для рынка капитала?».

---

<sup>12</sup> Роберт Дж. Экклз, Роберт Х.Герц, Э.Мэри Киган, Дейвид М.Х.Филлипс: «Революция в корпоративной отчетности – как разговаривать с рынком капитала на языке стоимости, а не прибыли» - Прайсуотерхаус куперс аудит, ЗАО Олимп-бизнес, Москва 2002, стр. 21

Когда на рынке устанавливается цена акций, это происходит как бы вслепую. Участники рынка просто не располагают той информацией, которая нужна для точной стоимостной оценки компаний, и не в состоянии ее получить. В результате рынок очень волатилен, изменчив. Конечно, у участников рынка много информации, но лишь ничтожная ее часть отражает действительную внутреннюю стоимость компании. Кулуарные слухи, сплетни, неожиданные колебания прибыли, посторонние события и царящие на рынке настроения перевешивают значимость той информации, которую традиционно оглашают компании. Для инвесторов-однодневок это и есть благоприятная среда для извлечения мимолетной прибыли. Для долгосрочных же инвесторов важно составить собственное мнение о том, завышена или занижена цена акций в перспективе.

Приведем пример большой изменчивости американского рынка акций, несомненно, наиболее развитого в мире. 4 апреля 2000 г:

- В 13 часов 18 минут составной индекс NASDAQ упал на 574,57 пункта (на 14%) при общем объеме продаж 2,79 млрд. акций.
- В 13:21 инвесторам на биржах довелось пережить кумулятивную потерю рыночной стоимости ценных бумаг на сумму около 1,19 трлн.дол..
- Спустя еще чуть более часа индекс NASDAQ восстановился на 451,84 пункта, так что к закрытию торгов падение составило всего 74,79 пункта, то есть немного меньше 2%.

Возможно ли, чтобы рыночные перспективы столь многих компаний настолько кардинально изменились всего лишь за один день? Может быть, рынок таким образом откликнулся на утренние новости – в частности, на сообщение о новой технологии, оставляющий Интернет за бортом современной жизни, - а во второй половине дня выяснилось, что все это пустые слухи? Или все компании стали жертвой неких непредвиденных

обстоятельств, маятник которых качнулся сначала в плохую, а потом в хорошую сторону? Или все инвесторы разом с утра пораньше вытащили свои расчетные таблицы и насчитали сокращение будущих денежных потоков, только затем чтобы после обеда пересчитать их до прежнего уровня?

На все вышеперечисленные вопросы мы отвечаем «нет!». Такая сильная изменчивость не имеет ничего общего с информацией об основных характеристиках компаний, котирующихся на бирже. Здесь роль играют какие-то другие факторы: реакция на инвестиции, маржевая торговля, низкозатратные интернет-торги, закулисные слухи и тому подобное. Поэтому здесь ни о каком эффективном рынке говорить не приходится. Информация не находится в равном публичном доступе. Способна ли более обширная информация качественного свойства вытеснить эти движущие силы изменчивости? Наверное, нет, но она способна ослабить их.

Акции компаний так называемой Новой Экономики, интернет-компании, проявляют большую изменчивость, нежели приверженцы старой. Традиционным мерилем изменчивости акций служит  $\beta$  (бета). Бетой принято обозначать рыночный риск акций, а точнее – чувствительность акций к рыночным колебаниям. Акции, чья бета ниже 1, менее изменчивы по сравнению с рынком в целом, акции с бетой выше 1 – наоборот. У General Motors в июле 2000 года бета была равна 0,99, бета Интернет-компании Yahoo! составляла 3,45. Средняя бета 25 компаний Нью-Йоркской фондовой биржи, отличающихся самой высокой капитализацией, была равна 1,11. У сопоставимых компаний NASDAQ средняя бета – 1,46. Для высокотехнологических компаний с высокой изменчивостью традиционные финансовые показатели прибыли и денежного потока абсолютно не показательны, особенно если вышеуказанные показатели отрицательны. Вследствие этого большое значение приобретает информация другого рода. К сожалению, у участников рынка нет времени разбираться в том, какая

информация ему то и дело поступает – содержательная или нет; отсюда и происходит невероятная изменчивость<sup>13</sup>.

Точно так же как большая осведомленность снижает риск инвестиций, она уменьшает и неопределенность, связанную с перспективами компаний, что может до некоторой степени снизить изменчивость. Для того чтобы испытать на себе доверие рынка, нужно его снабдить информацией, в которой тот усмотрит важные признаки создания стоимости.

Давайте остановимся на традиционных показателях, на которых основываются цены акций – коэффициент цена/прибыль (Ц/П), рост прибыли, денежный поток.

Коэффициент цена/прибыль теряет свое значение все быстрее и быстрее, особенно с ростом высокотехнологических компаний. Если акции 432 нетехнологических компаний из S&P 500 к концу 1999 года в среднем продавались по цене в 22 раза выше прибыли на следующие 12 месяцев, то у high tech этот показатель был равен 47. И это притом, что существуют убывающие ожидания инвесторов относительно дивидендного дохода. В 1980-х годах средняя норма дивидендного дохода (годовая величина дивидендов на акцию, деленная на текущую цену акции) составляла 4,2%. К 1999 году она снизилась до 1,14%. Инвесторы не ждут дивидендов от акций, которые они намерены держать некоторое время, напротив – их интересует приращение курсовой стоимости. Интернет компании предпочитают вообще не выплачивать дивиденды. Концентрация рыночной стоимости у некоторого числа компаний – еще один фактор, ставящий под сомнение обоснованность рыночных цен.

Растущие цены наиболее дорогостоящих компаний привлекают все больше аналитиков и инвесторов, и цены становятся все выше и выше. Концентрация стоимости сильно коррелирует с разбросом коэффициентов

---

<sup>13</sup> Роберт Дж. Эклз, Роберт Х.Герц, Э.Мэри Киган, Дейвид М.Х.Филлипс: «Революция в корпоративной отчетности – как разговаривать с рынком капитала на языке стоимости, а не прибыли» - Прайсуотерхаус куперс аудит, ЗАО Олимп-бизнес, Москва 2002, стр. 51



Ц/П. В феврале 2000 года у 20% ведущих компаний из S&P 500 средний коэффициент Ц/П составлял 70,8, почти впятеро (в 4,8) превышая аналогичный показатель остальных 80%, равный 14,7. Сравним это значение 4,8 со средним соотношением коэффициентов в прошлом, которое равно 2,2 и оставалось неизменным на протяжении всех рыночных взлетов и падений за последние 30 лет. Такая концентрация стоимости в фирмах, имеющих необычайно высокие коэффициенты Ц/П, характерна сегодня для рынка США в целом. В январе 2000 года на долю 10% самых дорогих акций из индекса Wilshire 5000, охватывающего почти все (7200) открытые акционерные компании США, приходится около 75% совокупной стоимости индекса. У этих фирм коэффициент Ц/П составлял 41,2 – против 22,6 у остальных 90%. Если среднее соотношение коэффициентов Ц/П, сложившееся в прошлом, действительно и сегодня, значит, нынешний рынок слишком переоценивает стоимость небольшого числа компаний, исходя из их чрезмерно высоких коэффициентов Ц/П. И «быки», и «медведи» сходятся в одном: сопоставление текущих и прошлых значений коэффициента Ц/П – это слишком упрощенный подход к определению переломной точки рыночного подъема. Хотя в 1932 году рыночный коэффициент Ц/П представлялся высоким, те, кто тогда отказался от инвестиций, упустили шансы заработать миллионы. Причина в том, что коэффициент Ц/П – весьма несовершенный показатель будущей доходности из-за большой изменчивости прибылей и из-за того, что цена акций может служить предопределяющим параметром прибыли, а не наоборот. Необычайно высокий коэффициент Ц/П не обязательно означает плохую доходность в будущем.

Приведем мнение Майкла Идсисса, главного экономиста из Lockwood Advisors, который высказал еще одно опасение по поводу выводов из значений коэффициента. По его словам, нынешний уровень коэффициента не слишком завышен, наоборот – его прошлые уровни были чересчур занижены из-за высокого риска. «В прошлом, - отмечает Идсисс, - информация,

необходимая инвесторам для оценки стоимости своих вложений, была гораздо менее доступна, чем теперь. Знай прежние инвесторы столько, сколько мы знаем сегодня, и проявляй они меньшую робость перед неизвестным, рынок тогда очень напоминал бы нынешний».

Другие авторы утверждают, что по-настоящему долгосрочные инвесторы, владея акциями, несут не больше риска, чем владея государственными ценными бумагами. Изменчивость акций для них не имеет значения. Исходя из прошлого опыта, средняя доходность акций такова, как если бы премия за риск сводилась к нулю. А поскольку прибыли и дивиденды ежегодно растут, то 1% прибыли в доходности акций традиционно соответствует денежной доходности облигаций. Это означает, что коэффициент Ц/П равен 100! Многие исследователи утверждают, что часть прибыли в коэффициенте неоправданно занижена. В современной бухгалтерской практике многие нематериальные активы – затраты на НИОКР, информационные технологии, маркетинг, укрепление лояльности потребителей – рассматриваются как текущие расходы. Эти затраты, на самом деле являющиеся капиталовложениями, не ставятся в соответствие будущим доходам, возникающим благодаря затратам. А текущая прибыль снижается в случае включения этих расходов в статью капиталовложений. В этом случае разрывается связь между финансовой информацией и рыночной стоимостью<sup>14</sup>.

Таким образом, нынешние представления о правомерности уровня коэффициента Ц/П нуждаются в основательном пересмотре. Ведь цены акций и связанные с ними коэффициенты подвержены сильному влиянию ожиданий инвесторов по поводу соотношения риска и доходности.

В своей книге Экклз утверждает, что новые показатели служат для одурманивания и так ничего не сведущих инвесторов и они практически

---

<sup>14</sup> Роберт Дж. Экклз, Роберт Х.Герц, Э.Мэри Киган, Дейвид М.Х.Филлипс: «Революция в корпоративной отчетности – как разговаривать с рынком капитала на языке стоимости, а не прибыли» - Прайсуотерхаус куперс аудит, ЗАО Олимп-бизнес, Москва 2002, стр. 66

бесполезны. Интернет-компании с нулевой или даже отрицательной прибылью и очень высокой капитализацией (более 100 млрд.долларов) тоже будут делать деньги, - считает Эклз. Но для этого их прибыль должна расти невероятными темпами, что для них невыгодно, ведь их акции и так растут в цене. С другой стороны, если бы новые показатели представляли собой не что иное, как попытку обосновать цены акций, не объясняемые с помощью традиционных финансовых критериев, нельзя было бы ожидать, что между новыми показателями и ценой акций обнаружится хоть какая-то связь. На иррациональных рынках инвесторов не интересует реальная стоимость – ни как она создается, ни какова ее величина. Их интересуют только постоянно увеличивающиеся в цене акции, которые они готовы покупать. А это не имеет ничего общего с фактическими результатами деятельности, как их не измерять – в финансовом или нефинансовом выражении. Однако новые показатели могут быть применимы в оценке стоимости предприятий тогда, когда ими научатся правильно пользоваться для каждого конкретного предприятия в каждой отрасли хозяйства.

Важная роль нефинансовых факторов стоимости присуща как высокотехнологичным компаниям, так и всем другим. У первых такими показателями могут служить, например: число пользователей, посетивших сайт, тарифы на размещение рекламы на сайтах. У последних – степень удовлетворения потребителей, уровень квалификации персонала и многие другие, о которых мы подробно расскажем в дальнейшем.

Кроме того, необходимо упомянуть концепцию ценообразования на основе реальных опционов компании. Реальные опционы на акции создают стоимость, поскольку в них воплощается способность компании извлекать преимущества из непредвиденных обстоятельств.

Ясно, что на основании прежних показателей нельзя уже судить о стоимости корпораций. Взять хотя бы коэффициент Ц/П у крупнейшей

Интернет-компания Cisco Systems, равный 175, капитализация которой в 2000 году составляла более 550 млрд. долларов, опережая даже Microsoft.

Опрос финансовых директоров и руководителей отделов по связям с инвесторами из 200 крупных компаний США, проведенной службой Market & Opinion Research International, показал, что 61% респондентов уверены в недооценке акций своих фирм. По мнению еще 31%, их акции оценены справедливо, и всего лишь 5% - что переоценены. И это на таком бычьем рынке, как в США в это время. Конечно, менеджеры склонны оценивать свои компании дороже. Но возможно, рынок действительно недооценивает их. Ведь если бы у рынка была бы та же информация, которой владеют менеджеры, это было бы обоснованной оценкой. Нехватка информации порождает неопределенность, осторожные прогнозы прибыли и денежного потока, дополнительный риск – что влечет за собой более высокую ставку дисконтирования в соответствии с большими затратами на капитал.

Теперь более подробно остановимся на таком финансовом показателе деятельности компании, как отчетная прибыль. Наглядный пример: 5 апреля 2000 года Интернет-компания Yahoo! объявила прибыль за первый квартал в размере 0,10 долларов на акцию, что более чем на 11% превысило 0,09 долларов на акцию – согласованную прогнозную оценку 29 профессиональных аналитиков с Уолл-стрит. 0,09 доллара на акцию превосходили квартальную прибыль прошлого года на 125%. Однако после этого события цена акций Yahoo! не только не поднялась, но и упала в общей сложности за неделю на 18% при общем падении индекса NASDAQ всего на 9,5%, потеряв 16 млрд. долларов рыночной капитализации. И это не случайность, так как все сведения о Yahoo! сулили только хорошее. Причиной снижения капитализации явилось несоответствие объявленной прибыли в 0,10 долларов на акцию с неофициальной «закулисной» оценки в

0,12 доллара на акцию. И таким образом, ожидания инвесторов не оправдались<sup>15</sup>.

Отсюда мы можем вывести противоречие американского рынка акций: по мере того как исследования дают все больше свидетельств убывающей значимости прибыли в качестве критерия стоимости на долгосрочную перспективу, интерес рынка к прибыли становится навязчивым и недальновидным. В силу этого компании, аналитики и инвесторы делают все более выгодные краткосрочные ставки, исходя из краткосрочных прибылей. Далее идет сравнение отчетных прибылей с официальными и неофициальными ожиданиями и происходит неадекватная волатильность курса акций. Это все так называемая «игра прибыли». Это игра, которая никому не нравится, не доставляет удовольствия, но по правилам которой должны играть и менеджеры компаний, и аналитики, и инвесторы.

В экономической теории существует 3 основных правила при игре прибыли:

- 1) Компании должны включать в отчеты прибыли как они есть
- 2) Аналитики должны объяснять фактические прибыли, а не строить догадки о том, какими они могли бы быть
- 3) Инвесторы должны действовать, следуя указаниям аналитиков

Теоретически все эти правила должны работать. Однако в реальности все играют совсем по другим правилам.

Исследование национального института связей с инвесторами (National Investor Relations Institute, NIRI) обнаружило, что только 10% компаний воздерживаются от помощи аналитикам в прогнозировании прибыли.

Итак, посмотрим на правила игры прибыли, которыми руководствуются все заинтересованные стороны:

---

<sup>15</sup> Роберт Дж. Экклз, Роберт Х.Герц, Э.Мэри Киган, Дейвид М.Х.Филлипс: «Революция в корпоративной отчетности – как разговаривать с рынком капитала на языке стоимости, а не прибыли» - Прайсуотерхаус куперс аудит, ЗАО Олимп-бизнес, Москва 2002, стр. 79

1) Менеджеры распространяют, а затем и отслеживают информацию об устойчивом росте прибыли их компаний.

2) Менеджеры тщательно управляют ожиданиями, относящимися к прибыли. Они подсказывают, намекают, завязывают партнерские отношения с аналитиками для того, чтобы последние дали более благоприятные прогнозы прибыли. При чем тем больше капитализация компании, тем больше указаний поступает к аналитикам. Об этом свидетельствует еще один опрос 227 компаний Национального института связей с инвесторами в 1998 году: 77% респондентов оповещают аналитиков, если их прибыли не совпадают, 71% дают знать о своем удовлетворении оценками, 46% намечают аналитикам будущие тенденции, а 75% просматривают и комментируют аналитические отчеты и прогнозы еще в черновиках до их опубликования.

3) Менеджеры слегка опережают ожидания по прибыли. Компании показывают прибыль на уровне или выше прогнозных значений, тем самым, подталкивая рынок поднимать цену их акций. В 1992 году около половины котируемых компаний имели прибыли, отвечающие ожиданиям или превосходящие их, а другая половина отставала от ожиданий. То уже в 1999 году ситуация была совершенно иная: целых 70% компаний оправдали ожидания и только 30% - нет. Такая перемена произошла из-за налаживания совместных действий компаний и аналитиков по совпадению оценок ожидания прибыли.

4) Менеджеры принимают такие хозяйственные решения, которые позволяют оправдывать или опережать ожидания. Менеджеры просто-напросто манипулируют прибылью, рисуя цифры в отчетах, выгодные для того или иного периода. В упомянутом выше отчете 62% менеджеров признались, что произвольно выводят свои отчетные прибыли, 65% аналитиков согласны с этим утверждением. Как ни смешно, но хотя рынок прекрасно осведомлен о таких фокусах, это, похоже, никак не влияет на

удовлетворенность рынка информацией о прибыли, сообщаемой в отчетности. В международном опросе 79% инвесторов и 82% аналитиков заявили, что получают надлежащую информацию о прибыли. Только создание нормативных актов (таких, как «Бюллетень нормативов для бухгалтерского персонала №99» Комиссии по ценным бумагам и биржам США) и осознание самими менеджерами недолговечность бесконечного приукрашивания прибыли способны повысить реальную стоимость компаний.

5) Рынок значительно уменьшает курсовую стоимость акций, не оправдывающих ожиданий. Пример: компания Procter&Gamble, 163-летний ветеран на рынке, курс акций которой был менее волатилен, по сравнению с рынком на протяжении 1990-х, 7 марта 2000 года объявила о том, что ее ожидаемая квартальная прибыль будет на 10-11% ниже, чем в прошлом году, - вопреки прежним ожиданиям роста на 7%. В ответ инвесторы так обрушили цену акций, что за один только день компания потеряла около трети своей совокупной рыночной капитализации – а это целых 76,4 млрд. долларов. Прослеживается устойчивая тенденция: отклонения от ожиданий значений прибыли в худшую сторону вызывают отрицательную реакцию рынка и наоборот. Тем самым мы видим высокую степень корреляции данных величин. А ведь вместо того, чтобы тратить, согласно тому же опросу, около 20% своего рабочего времени на общение с аналитиками, финансовые директора компаний могли бы потратить это время на управление бизнесом и создание стоимости.

6) Все внимательно следят за слухами вокруг ожиданий отчетных прибылей. Кроме согласованных с менеджерами аналитических оценок, существуют еще неофициальные, так называемые закулисные оценки будущих прибылей. Существуют специально созданные Интернет-службы, такие, как StreetIQ.com, TheWhisperNumbers.com, JustWhispers.com, EarningsWhispers.com и многие другие, которые снабжают состоятельных инвесторов и аналитиков неофициальными прогнозами прибыли. Их

источники – непосредственное общение с руководителями компаний, ссылка на массивы данных о компаниях в Интернете, обратная связь с посетителями и все, кому известны какие-либо неформальные оценки. С одной стороны, эти компании выравнивают поле для игры прибыли для всех пользователей, открывая для них информацию, с другой – доступность – еще не гарантия точности этой информации.

7) Инвесторы уменьшают цену акций, не оправдывающих слухов. И действительно, закулисные оценки бывают, как правило, точнее официальных, поэтому инвесторы поступают вполне логично. Однако и эти неофициальные оценки не помогают выиграть в игре прибыли. Когда слухи с огромным массивом информации являются достоянием избранных, рынок не встраивает эту информацию в цену акций. Как только слухи получают широкую огласку, они теряют свою значимость. Слухи порождают еще более сверхсекретные суперпророчества и тому подобное. И главное – едва лишь слухи привлекают к себе пристальное внимание рынка, они порождают ожидания, которыми компании должны управлять и которые им надо превзойти. Таким образом, закулисные слухи побуждают лишь к краткосрочным покупкам или продажам акций, но они не имеют ничего общего с надежной инвестиционной стратегией.

Под влиянием квартальных отчетов о прибыли рынок, а следом за ним и компании стали слишком недальновидными. Опрос, проведенный компанией PricewaterhouseCoopers среди 200 американских компаний, подтвердил это утверждение. 58% респондентов абсолютно согласны с тем, что внимание финансового сообщества приковано к краткосрочным показателям, а 35% склонны с этим согласиться. 56% уверены, что это удерживает компании от инвестиций в стоящие долгосрочные проекты, с ними согласны 61% аналитиков из США (56% из 14 стран) и 77% американских инвесторов (57% по всему миру).



Такой финансовый показатель, как денежный поток, воспринимается аналитиками как более точный для определения стоимости компании, так как и без прибыли в компании наблюдается движение денежных средств. Однако он один не в состоянии изменить решения инвесторов относительно курса акций компании на рынке.

Решение так называемой игры прибыли предлагается следующее:

- 1) Вывести квартальную отчетность из разряда особо значимых событий, внедрив в практику ежемесячную, еженедельную или даже ежедневную отчетность в зависимости от отрасли, в которой работает компания. Тогда бухгалтеры просто не будут успевать рисовать в отчетах то, что им вздумается.
- 2) Необходимо абстрагироваться от исключительно финансовых классических показателей деятельности компании, будь то прибыль, коэффициенты или денежный поток. Для долгосрочных инвесторов необходима информация о нефинансовых показателях деятельности, нематериальных активах.

Вернемся к значимости обратной связи в отношениях между менеджерами компаний и инвесторами. Невозможно понять, какие показатели будут реально увеличивать стоимость компании, не спросив об этом самих потенциальных инвесторов. Общемировые опросы аналитиков и инвесторов с 13 стран Европы, Азии и Америки выделили 9 самых важных таких показателей:

- 1) прибыль
- 2) денежный поток
- 3) издержки
- 4) капитальные затраты
- 5) инвестиции в НИОКР
- 6) эффективность бизнес-сегментов

- 7) стратегические цели
- 8) разработка новых продуктов
- 9) рыночная доля

Как мы видим, здесь представлен набор как финансовых, так и нефинансовых показателей, оказывающих воздействие на стоимость, как в краткосрочной, так и в долгосрочной перспективе.

Менеджеры компаний традиционно выделяют наиболее важными показателями: стратегические цели, денежный поток, рыночный рост, валовая прибыль, величина рынка, рыночная доля. В то время как узнаваемость компании, обновляемость клиентской базы, эффективность бизнес-сегментов, преданность работников, затраты на набор персонала и другие они относят к менее или совсем неважным. Тем самым нефинансовые показатели менее важны с их точки зрения, их количественно трудно измерить. Инвесторов же тоже интересуют прибыль и рост, но доход от новых продуктов, узнаваемость, норма успешных внедрений на рынок, эффективность бизнес-сегментов – поставлены ими на первые места.

Качественные же оценки основных 9 показателей показывает меньшее единодушие в оценках. Во-первых, менеджеры наделяют свои внутренние системы оценки высоким баллом по качеству только применительно к финансовым параметрам. Во-вторых, вопреки собственному признанию проблем с качеством своих внутренних систем менеджеры считают себя достаточно активными в предоставлении информации рынку. Конечно, самооценка менеджеров, характеризующая их активность в предоставлении информации рынку, довольно сильно коррелирует с уровнем удовлетворенностью рынка получаемой информацией. Однако существует два важных отличия:

1) По таким параметрам, как стратегические цели и денежный поток, менеджеры расценивают свои информационные усилия выше, нежели рынок

2) Аналитиков больше, чем инвесторов, устраивает получаемая ими информация о прибыли

В секторе высоких технологий менеджеры считают свои компании недооцененными. Так, 30% менеджеров считают цены акций своих компаний сильно заниженной, 45% - слегка заниженной, 18% - верно оцененной, 1% - немного переоцененной, и никто не считает ее сильно завышенной.

В обмене информации между компаниями, аналитиками и инвесторами появилось 5 основных разрывов:

1) Информационный разрыв – расхождение между тем значением, какое аналитики и инвесторы придают показателю, и степени их удовлетворения информацией, предоставляемой компаниями по этому показателю

2) Разрыв в отчетности – расхождение между тем значением, какое менеджеры придают показателю, и степенью их активности в оглашении этого показателя.

3) Разрыв в качестве - расхождение между тем значением, какое менеджеры придают показателю, и надежностью информации по этому показателю, которую обеспечивают внутренние системы

4) Разрыв в понимании - расхождение между тем значением, какое придают показателю менеджеры, и тем значением, какое придают ему аналитиками с инвесторами

5) Разрыв в восприятии – расхождение между тем, насколько высоко менеджеры оценивают свою отчетность по показателю, и тем, насколько адекватной считают ее аналитики с инвесторами

Можно привести следующий вывод: рынок не сходится с менеджерами в стоимостной оценке компаний потому, что ему не хватает информации для правильного определения стоимости.

А эта вина самих менеджеров, которые не снабжают рынок этой информацией. Быть может их смущает высокая цена этой информации?

Автор придерживается мнения экспертов, что у дополнительной информации, которую предоставляет компания, есть своя цена. Это так называемые информационные издержки. В книге Е.В. Чирковой указывается, что информационные издержки являются одним из основных компонентов трансакционных издержек<sup>16</sup>. Как только цена информации была введена в рассмотрение, выяснилось, что экономическому субъекту бывает выгодно обходиться неполной информацией, не тратясь на уменьшение неопределенности. Сама по себе неполнота информации еще не подразумевает информационной асимметрии; информация может быть равно неполной для всех экономических субъектов. Однако можно предположить, что один класс экономических субъектов обладает более полной информацией, чем другой, то есть информация распределена асимметрично.

Е.В. Чиркова также говорит о моделях взаимодействия субъектов информационного обмена. Модели, объясняющие поведение экономических субъектов подачей сигналов другим субъектам, получили название «сигнальных». Сигнальные модели в корпоративных финансах объясняют поведение менеджеров подачей сигналов инвесторам относительно инвестиционной привлекательности компании. В данных моделях роль товара выполняют ценные бумаги компании.

Риски, которыми руководствуется менеджеры при принятии решений, также влияют на стоимость. Необходимо раскрывать как положительную, так и отрицательную сторону риска деятельности компании. Отчетность о риске, включенная в бизнес-модель, должна содержать все риски, влияющие на создание стоимости компании.

---

<sup>16</sup> Е.В. Чиркова: «Действуют ли менеджеры в интересах акционеров? Корпоративные финансы в условиях неопределенности» - Тройка Диалог, ЗАО Олимп-бизнес, Москва, 1999, стр. 33

Доводов за открытость информации менеджерами мы предоставили предостаточно, но менеджеры все равно сомневаются. Попробуем развеять их сомнения в формате вопрос/ответ<sup>17</sup>:

- рынок интересуется только прибылью / рынок интересуется широким кругом параметров деятельности

- мы уже сообщаем достаточно много информации / вопрос в том, насколько она полезна, необходимо следить за качеством этой информации

- то, что включил в отчетность, не вычеркнешь / что - правда, то - правда

- сбор и распространение информации дорого обходится / Интернет снизит издержки, плюс надо решить, окупятся ли затраты на сбор этой информации ее использованием для внутреннего пользования, и если да – то раскрыть ее рынку

- сколько бы информации мы ни разглашали, рынок все равно хочет большего / информационная брешь между важностью показателей покрывается их открытостью

- плохие результаты повредят цене акций / работайте лучше

- некоторые показатели не очень достоверны / необходимо определить и отслеживать достоверность показателей и рассказать про свои исследования

- конкуренты воспользуются информацией нам в ущерб / воспользоваться новыми сведениями конкурентам также сложно, как и инвесторам

---

<sup>17</sup> Роберт Дж. Эклз, Роберт Х.Герц, Э.Мэри Киган, Дейвид М.Х.Филлипс: «Революция в корпоративной отчетности – как разговаривать с рынком капитала на языке стоимости, а не прибыли» - Прайсуотерхаус куперс аудит, ЗАО Олимп-бизнес, Москва 2002, стр.223

- наши потребители и поставщики узнают, сколько денег мы зарабатываем / ну и что? Они и так об этом знают и больше частью ориентируются на конкуренцию, а не на информацию

- нас засудят / регулирующие ведомства будут улучшать правовую защиту компаний

AT&T, Bank of America, Boots the Chemist, Ericsson, General Motors, Johnson&Johnson, Lufthansa, Swiss Telecom и многие другие успешно применяют систему сбалансированных показателей для внутренних нужд. Следовательно, их показатели будут полезны инвесторам.

Наконец, укажем еще несколько важных моментов, на которые останавливаются западные авторы:

1) Совет директоров компании должен добиваться от глав хозяйствующих единиц построения бизнес-моделей и определения показателей, которыми будут измеряться результаты деятельности.

2) Глобальная инициатива в отчетности (Global reporting initiative) – пример создания единого набора нефинансовых стандартов. Также стандарты должны создавать сами компании, консорциумы, независимые аудиторские компании и государство.

3) Интернет, в том числе публикация отчетов о показателях деятельности в Интернете, конференции с менеджерами, доступные всем желающим, обратная связь с инвесторами – все это поможет реализовать намеченные цели. «Язык» Интернета Extensible Business Reporting Language (XBRL) поможет перевести отчетность компании для всех пользователей. Подробнее об этом мы поговорим в третьей главе

4) Аналитики получают информацию от самой компании быстрее, чем инвесторы, что делает их отчеты необъективными и бессмысленными. Рекомендация «продавать» практически отсутствует, в то время как – «покупать» и «активно покупать» - составляет львиную долю всех

рекомендаций аналитиков по поводу поведения на рынке. Следовательно, аналитики боятся потерять работу в случае негативного отношения к перспективе отдельных компаний. Ценность аналитических отчетов должна заключаться не в быстроте получения информации, а в знании тех отраслей, с которыми они работают. Это действительно поможет инвесторам сделать правильное решение относительно перспектив развития компании

5) Регулирующие органы сейчас не слишком пытаются с помощью нормативных актов помочь компаниям открыться рынку. Бухгалтерские стандарты GAAP – слишком сложный и запутанный свод правил для компаний, желающих внедрить новые показатели деятельности в оценку своих компаний. Каплан и Нортон тоже упоминают об этом в своей книге: «В информационную эпоху все новые программы, инициативы и изменения процесса управления в компаниях происходят в условиях действия системы квартальной и годовой финансовой отчетности. Она по сей день остается в тисках модели бухгалтерского учета, разработанной столетия назад для осуществления долгосрочных сделок между независимыми субъектами. Эти древние модели бухучета до сих пор используются компаниями информационной эпохи, когда они пытаются сформировать внутренние активы и реализовать неиспользованные возможности, а также укрепить связи и создать стратегические союзы с партнерами». Конечно, стандарты претерпевают изменения. Так один шаг в пользу усиления открытости уже сделан. «Требование справедливой прозрачности» SEC США позволит всем заинтересованным сторонам получить равный и одновременный доступ к информации – во всяком случае, об этом говорит содержание данного документа

6) Крупнейшие инвестиционные банки США создают единый сайт (TheMarkets.com) – портал для инвестиционных инвесторов, позволяющий сравнивать рекомендации разных аналитиков относительно отдельной компании и самостоятельно анализировать и обрабатывать информации.

Прозрачность – ключевой момент в реформировании корпоративной отчетности. Сэмюэл А. Дипиаса, Роберт Дж. Экклз<sup>18</sup> создали так называемую цепочку корпоративной отчетности, в которой каждое звено отвечает за определенную часть модели прозрачности:

Руководители компаний – советы директоров – независимые аудиторы – дистрибьюторы информации – независимые аналитики – инвесторы и заинтересованные стороны – службы стандартизации – регулирующие органы – поддерживающие технологии (Интернет)

Взаимодействуя друг с другом, каждая заинтересованная сторона получит качественную и полную информацию о деятельности компании, что в конечном итоге повысит стоимость компании, увеличит доверие инвесторов к ее менеджменту. В приложении 5 мы приведем пример компании Swiss Re, того, как прозрачность повлияла на стоимость компании.

### **Приведем основные выводы первой главы:**

Обобщая результаты аналитических обзоров можно предложить компаниям внедрить в практику предоставления информации рынку следующие действия:

- Искать новые показатели оценки стоимости, в том числе и нефинансовые, акций компании
- Внедрить практику реальных опционов на акции компании (пример Интернет-компания Amazon.com), которые увеличивают стоимость компании

---

<sup>18</sup> Сэмюэл А. Дипиаса, Роберт Дж. Экклз: «Будущее корпоративной отчетности – как вернуть доверие общества» - Альпина Паблишер, Москва 2003, стр.31-32



- Вывести квартальную отчетность из разряда особо значимых событий, обновлять ее ежемесячно, еженедельно или ежедневно – в зависимости от того, какой период имеет смысл в каждом случае
- Отвлечь внимание рынка от прибыли, денежного потока или любого другого одного показателя деятельности компании
- Разработать регулирующими ведомствами единые общемировые стандарты, которые бы учитывали все факторы, могущие повлиять на стоимость компаний. Только тесное взаимодействие компаний, аналитиков продающей стороны и бухгалтерских фирм способно создать модифицированную модель отчетности
- Рассматривать показатели деятельности компании с точки зрения оценки их важности, которую предоставляют компании, аналитики и инвесторы. Исходя из этого, определить их соотношение, уровень информационных, стоимостных, качественных разрывов и разрывов в понимании показателей между ними. Выявить наиболее важные для рынка нефинансовые показатели, такие как:
  - качество команды менеджеров
  - условия конкуренции
  - рыночный рост
  - доля рынка
  - расходы на маркетинг
  - качество продукции
  - квалификация работников
  - мотивация работников
  - удовлетворение потребителей
  - уровень экологической безопасности

- интеллектуальный капитал
- эффективность бизнес-сегментов
- капитал, воплощенный в торговой марке
- Раскрыть наиболее важные и значимые для инвесторов показатели
- Раскрыть как положительную, так и отрицательную сторону риска деятельности компании. Отчетность о риске, включенная в бизнес-модель, должна содержать все риски, влияющие на создание стоимости компании
- Пример компании, вставшей на путь реформирования отчетности, - Royal Dutch Shell – англо-голландский нефтяной гигант. Компания создала собственную модель долговечности, основанной на принципах устойчивого развития, включающая экономические, социальные, экологические показатели, а также уровень удовлетворенности работников
- AT&T, Bank of America, Boots the Chemist, Ericsson, General Motors, Johnson&Johnson, Lufthansa, Swiss Telecom и многие другие успешно применяют сбалансированную оценочную ведомость для внутренних нужд. Следовательно, их показатели будут полезны инвесторам.
- Улучшенная прозрачность, согласно проведенным опросам, позволит извлечь компаниям следующие выгоды:
  - большее доверие к менеджерам
  - больше долгосрочных инвесторов
  - большее внимание аналитиков
  - облегченный доступ к новому капиталу
  - более высокая стоимость акций
- Модель прозрачности о стоимости – путь к процветанию компании:

4 раздела:

1) Обзор рынка: условия конкуренции, регулирование, макроэкономическая среда

2) Стратегия создания стоимости: цели, задачи, управление, организация

3) Управление стоимостью: финансовые результаты, финансовое положение, управление риском, эффективность бизнес-сегментов

4) Стоимостная база: нововведения, торговые марки, потребители, поставщики, работники, репутация (социальная, экологическая, этическая)

- Совет директоров компании должен добиваться от глав хозяйствующих единиц построения бизнес-моделей и определения показателей, которыми будут измеряться результаты деятельности
- Глобальная инициатива в отчетности (Global reporting initiative) – пример создания единого набора нефинансовых стандартов. Также стандарты должны создавать сами компании, консорциумы, независимые аудиторские компании и государство
- Интернет, в том числе публикация отчетов о показателях деятельности в Интернете, конференции с менеджерами, доступные всем желающим, обратная связь с инвесторами – все это поможет реализовать намеченные цели
- «Язык» Интернета Extensible Business Reporting Language (XBRL) поможет перевести отчетность компании для всех пользователей
- Ценность аналитических отчетов должна заключаться не в скорости получения информации, а в знании тех отраслей, с которыми они работают. Это действительно поможет инвесторам сделать правильное решение относительно перспектив развития компании

- «Требование справедливой прозрачности» SEC США позволит всем заинтересованным сторонам получить равный и одновременный доступ к информации
- Крупнейшие инвестиционные банки США создают единый сайт (TheMarkets.com) – портал для инвестиционных инвесторов, позволяющий сравнивать рекомендации разных аналитиков относительно отдельной компании и самостоятельно анализировать и обрабатывать информацию

## 2. Влияние транспарентности на волатильность курсов акций российских компаний

### 2.1. Влияние транспарентности на волатильность курсов акций российских компаний

Российские эмитенты, акции которых обращаются на организованном рынке ценных бумаг, с каждым годом увеличивают объем и качество раскрываемой ими информации. Но достаточно ли это для того, чтобы снизить их волатильность?

Всем известно, что рынок акций в России – до сих пор остается одним из самых волатильных в мире. Сделки купли-продажи на рынках носят преимущественно спекулятивный, а не инвестиционный характер. Индекс акций РТС, по которому большинство иностранных инвесторов судят о нашем рынке в целом, изменялся за последние годы на 100- 200% от начала отчетного периода. Падения и взлеты индекса с большой степенью вероятности являлись следствием внешних и внутренних политических и экономических событий. Посмотрим, к примеру, основные события, происходившие в 2003 году, и их влияние на рынок акций и индекс РТС<sup>19</sup>:

Дата события	Изменение индекса РТС	Содержание события
Февраль 2003	↑ с 340 до 400	Большой приток валютной выручки стимулирует спрос на акции

<sup>19</sup> Источник: Аналитика группы компаний АВК: «Россия 2004, прогнозы и стратегии»

Март 2003	↓ с 400 до 360	Падение мировых фондовых рынков и риски военной операции в Ираке сдерживают рост рынка
Апрель 2003	↑ с 360 до 520	Война в Ираке закончена. Мировые рынки начинают тренд к росту. Ставки по Евробондам РФ снижаются с ростом золотовалютных резервов. Акции получают мощный импульс к росту
Июль 2003	↓ с 520 до 440	2 события мешают росту. Рост % ставок по US treasuries и арест главы группы Менатеп
Август 2003	↑ с 440 до 560	Рынок растет на тех же факторах, что и в апреле
Октябрь 2003	↑ с 560 до 660	Рынок ускоряет рост на новостях о снижении добычи ОПЕК и присвоении РФ инвестиционного рейтинга
25 октября 2003	↓ с 660 до 470	Арест главы ЮКОС М.Ходорковского является причиной затяжного падения

Посмотрим уровень беты российских компаний<sup>20</sup>:

Название эмитента, тип акции	Beta (RTSI)	
	Beta 3m (3 мес.)	Beta 1y (1 год)
Газпром. а. обыкн.	0,7387	--
ЮКОС. а. обыкн.	1,3805	1,2385

<sup>20</sup> Источник: [www.quote.ru](http://www.quote.ru)

ЛУКОЙЛ. а. обыкновен.	0,8104	0,7987
Сургутнефтегаз. а. обыкновен.	0,965	1,0625
Сургутнефтегаз. а. привилег.	0,7511	0,8279
Сибнефть. а. обыкновен.	1,2456	0,9742
НорНикель ГМК. а. обыкновен.	0,6158	--
ЕЭС России. а. обыкновен.	0,8892	0,8227
ЕЭС России. а. привилег.	0,5108	0,5367
Северсталь. а. обыкновен.	0,144	0,1333
Татнефть. а. обыкновен.	0,4827	0,5166
Татнефть. а. привилег.	0,4923	0,4103
Мосэнерго. а. обыкновен.	0,8106	0,9111
Ростелеком. а. обыкновен.	0,7652	0,7046
Ростелеком. а. привилег.	0,6534	0,4973
Аэрофлот. а. обыкновен.	0,1654	0,1534
Иркутскэнерго. а. обыкновен.	0,6003	0,3748
РБК Информационные системы. а.	0,062	--

обыкн.		
Сберегательный банк РФ. а. обыкн.	0,5601	0,5688

Приведем рейтинг корпоративного управления Standardandpoors, компаний, обновляемый на регулярной основе<sup>21</sup>:

Крупнейшие компании по уровню капитализации, за Январь и Апрель 2004<sup>22</sup> и рейтинг корпоративного управления Standardandpoors, обновляемый на регулярной основе<sup>23</sup>

	Эмитент	Январь 2004, в мил. Долл. США	Апрель 2004, в мил. Долл. США	Рейтинг Корпоративного управления (от 1 до 10)	Волатильность, 3-х месячная, в % годовых
1.	Газпром	35576	46390	<5	27,56
2.	ЮКОС НК	28220	30516	<5	70,75
3.	СургутНГ	23538	26668	<5	27,78
4.	ЛУКОЙЛ НК	21689	23220	<5	19,96

<sup>21</sup> Источник: [www.standardandpoors.ru](http://www.standardandpoors.ru)

<sup>22</sup> <http://rating.rbc.ru/>

<sup>23</sup> Источник: [www.standardandpoors.ru](http://www.standardandpoors.ru)



5.	Сибнефть	14603	14224	<5	47,99
6.	Норильский никель ГМК	15080	12792	<5	38,71
7.	РАО ЕЭС России	13134	11849	<5	29,06
8.	МТС	9654	11499	7,4	<20
9.	ТНК	8209	7877	<5	<20
10.	Сбербанк России	5734	7850	<5	30
11.	НЛМК	3631	5047	<5	<20
12.	СИДАНКО	4706	4765	<5	<20
20.	Ростелеком	1939	1969	6,4	31,72
23.	Уралсвязьинформ	1444	1414	6,1	<20
26.	Аэрофлот	916	1116	5,2	22,47
30.	ВолгаТелеком	958	914	5,8	<20
36.	Вимм-Билль-Данн	759	748	7,6	<20
37.	ЦентрТелеком	753	712	5,3	<20

38.	Сибирьтелеком	704	696	5,7	<20
39.	Ленэнерго	670	669	6,0	<20

Под волатильностью здесь понимается чувствительность акции к внешним факторам, подверженность риску.

Волатильность, рассчитанная по методу простой скользящей средней, равна среднеквадратическому отклонению доходности. Чем выше волатильность, тем больше отклонение доходности от своего среднего значения и тем более изменчивым было движение цен в течение периода глубины расчета.

Показатель «бета» характеризует степень риска бумаги и показывает, во сколько раз изменение цены бумаги превышает изменение рынка в целом.

- 1) Если «бета» больше «1», то эта бумага – инструмент с повышенной степенью риска, так как ее цена движется в среднем быстрее рынка.
- 2) Если «бета» меньше «1», то степень риска этой бумаги относительно низкая, поскольку в течение периода глубины расчета ее цена изменялась медленнее, чем рынок.
- 3) Если «бета» меньше «0», то в среднем движение этой бумаги было противоположно движению рынка.

В расчет мы взяли период последние 3 месяца и год, средневзвешенные дневные цены и индекс РТС.

Наиболее волатильными, несомненно, за прошедший год были обыкновенные акции компании ЮКОС. Арест главы ЮКОСа – Михаила Ходорковского 25 октября 2003 года взбудоражил рынок и акции компании упали более чем на 17% за один день, потащив за собой все остальные. А ведь ЮКОС в то время считался одной из наиболее инвестиционно привлекательных компаний – «голубой фишкой».

Итак, индекс РТС за прошедший год изменялся преимущественно из-за макроэкономических показателей и внешних факторов. Мы также видим, что большей частью акции наиболее ликвидных российских компании полностью следовали тенденциям рынка. Так, годовая «бета» Сургутнефтегаз, ЛУКОЙЛ, Сибнефть, РАО ЕЭС, Мосэнерго, Ростелекома была близка к «1». Следовательно, именно акции голубых фишек определяли тенденции движения рынка и были наиболее волатильными (30-70%), такими же, как и рынок в целом.

Согласно рейтингам Standard&Poor's, наиболее крупные по капитализации компании имели рейтинг ниже среднего, в то время как средние показали высокий уровень открытости.

Выводы: Крупные компании по капитализации имеют в большинстве своем высокий уровень волатильности и невысокий рейтинг прозрачности. Так, Норильский Никель с капитализацией в 12 - 15 млрд. долларов имеет уровень волатильности, близкий к 40% и не входит в список наиболее прозрачных компаний.

Таким образом, автор делает вывод, что компании, стремящиеся к информационной открытости и получающие соответствующий рейтинг от агентства, имеют меньшую волатильность по сравнению с рынком. Примеры: Вимм-Билль-Данн, МТС, Уралсвязьинформ. Для средних по уровню капитализации компаний, не определяющих во всех существенных отношениях движение рынка в целом, уровень открытости влияет на снижение их волатильности. С наиболее крупными и ликвидными компаниями, к сожалению, пока этого не происходит.

Всем известно, что долгосрочные инвесторы должны быть уверены в надежности и сохранности своих инвестиций. К сожалению, пример с ЮКОСом, одной из наиболее открытых компаний, на фоне слияния с компанией Сибнефть, показал, что уровень открытости даже наиболее ликвидных российских эмитентов оставляет желать лучшего. Такой уровень

прозрачности компании по-прежнему практически не влияет на стабилизацию, уменьшение волатильности курсов акций компаний. Высокая волатильность является следствием спекуляций на фоне внутрироссийских событий и мировой конъюнктуры.

Улучшенная прозрачность российских компаний, как мы увидим в следующей главе, в конечном итоге приведет к уменьшению волатильности каждой отдельной компании и рынка в целом. Фактор открытия какой-либо существенной и значимой в глазах рынка информации будет играть все более значимую роль в формировании курсов акций. Необходимы годы кропотливой работы менеджеров на пути к информационной прозрачности для того, чтобы дело сдвинулось с мертвой точки. А с приходом долгосрочных инвесторов, появится и уверенность, и стабилизация, и рост – все то, о чем мечтает руководитель каждой открытой компании.

## **2.2. Интернет как средство отображения прозрачности компании**

Большинство компаний и заинтересованных сторон уже давно используют возможности Интернета для публикации и поиска информации о результатах деятельности, которую можно распределить и анализировать. Заинтересованные стороны, особенно инвесторы, рассчитывают на то, что сведения, размещаемые компаниями в сети, будут отличаться хорошим качеством, доступностью и удобством использования. Что более важно, они рассчитывают на достоверность этой информации. К сожалению, в существующей сетевой среде подобные ожидания оправдываются редко.

Содержание и формат подаваемой информации неразрывно связаны друг с другом. Когда формат помогает пользователям понимать содержание, они используют это содержание более эффективно. Эволюция форматов информации – от бумаги до электронной почты, веб-сайтов и PDF-файлов – постепенно делала содержание более доступным, понятным и удобным для использования. Привязка содержания к формату никогда не была такой тесной, как сейчас, когда интернет быстро превращается в основную платформу передачи информации и коммерции.

Сегодняшнее применение возможностей интернета, к сожалению, сводится, главным образом, к воспроизведению в электронной среде бумажного формата со всеми присущими ему ограничениями. Корпоративная отчетность на бумаге или в ее электронном эквиваленте независимо от содержания не удовлетворяет сегодняшние потребности заинтересованных сторон.

Независимо от сложности встроенной графики и числа гиперссылок корпоративная информация в интернете, по большей части, выглядит и

функционирует как лист бумаги, приклеенный к монитору компьютера. Использование того, что было прочитано, например перенос данных в электронные таблицы для анализа, практически неизменно требует ручного перевода данных в другой формат. Это очень трудоемкий и съедающий много времени процесс, а переработка данных – это центральная часть деятельности осмотровых инвесторов.

Существует другая проблема. Электронная информация, которая повторяет бумажный формат, непрозрачна по своей природе в том смысле, что пользователи не видят ничего дальше этого формата.

Корпоративная информация в интернете, несомненно, превосходит бумагу, хотя не настолько, насколько хотелось бы. Интернет ускоряет публикацию информации и поиск информации. Проблема заключается в формате, имитирующем бумагу. Его можно значительно усовершенствовать и получить в результате ощутимую экономию времени, средств и интеллектуальных ресурсов, необходимых для получения и использования информации.

По мере того, как компании обретают новые возможности по обслуживанию запросов инвесторов и других заинтересованных сторон, рынок ожидает от них чаще обновляемой и более качественной информации.

Чтобы справиться с информационным взрывом и использовать все преимущества интернета, формат корпоративной отчетности должен перейти на новые технологии. Необходимо отказаться от ручных трудоемких процессов, которые лежат в настоящее время в основе подготовки, публикации и анализа информации. В чем нуждается отчетность компании в интернете, так это в новом универсальном языке, который позволил бы раскрывать необходимую информацию и не требовал бы длительного обучения.

Такой язык существует – это так называемый расширяемый язык финансовой отчетности (Extensible Business Reporting Language – XBRL)<sup>24</sup>. Подавляющему большинству участников рынка не нужно знать, как читать или писать на этом языке. Им необходимо лишь знать, что XBRL делает, а именно, что он помогает решить компьютерные проблемы контекста и аутентификации, а также использовать связь контекста и формата для обеспечения полноты информации, ее качества и скорости получения.

XBRL – диалект расширяемого языка разметки документов XML, новый язык Интернета, который используется для описания и использования данных. В феврале 1998 года консорциум World Wide Web рекомендовал язык XML в качестве стандарта для описания Интернет-информации. Это один из самых важных стандартов, созданных после принятия языка HTML, который дал начало Интернету.

XML обеспечивает обмен данными между различными приложениями через использование тегов, которые описывают элементы информации. XML позволяет приложениям искать не отдельные слова на странице, а информацию, удовлетворяющую конкретным критериям. Поскольку XML не зависит от приложений, информацию можно свободно перемещать между ними. Технология XML также делает возможными:

- цифровую подпись XML, которая позволяет пользователям устанавливать подлинность источника и целостность представленной информации
- подтверждение соответствия информации установленным правилам
- ссылки на другую внутреннюю и внешнюю информацию

В целом XML и XBRL создают фундамент следующей базы глобальной информационной революции. Масштабы их использования в коммерческих и частных целях быстро растут во всем мире.

---

<sup>24</sup> Сэмюэл А. Дипиаса, Роберт Дж. Экклз: «Будущее корпоративной отчетности – как вернуть доверие общества» - Альпина Паблицер, Москва 2003, стр. 165

Раньше, когда с одного компьютера на другой пересылалась информация о доходах компании в размере 5 млн. долларов, передавалось число 5 000 000, а в принимающий компьютер закладывалась программа, которая распознавала это число как доход и помещала его в заданную графу дохода, выраженного в долларах, а не в центах или фунтах. В среде XBRL число 5 000 000 приходит вместе с тегами, которые говорят: «Это доход такой-то компании, определенный в соответствии с ВСФО номер 18, измеряемый в долларах США и относящийся к конкретному периоду времени». Принимающий компьютер автоматически направляет эту информацию в соответствующую графу.

Инвесторы и другие заинтересованные стороны могут просматривать и использовать такую информацию по своему усмотрению, например, для автоматического сопоставления дохода компании с ее прибыльностью, с доходами других предыдущих периодов или доходами другой компании. Им больше не нужно вручную переносить данные в свои аналитические прикладные программы. В результате стоимость потребления отчетной информации становится практически ничтожной.

Область применения языка XBRL не ограничивается финансовой информацией. Он позволяет размечать практически любую информацию, в том числе и нефинансовую, специфическую для отрасли и компании. Более того, язык облегчает сбор информации не только внутри компании, но и за ее пределами. XBRL (и другие версии XML) открывает пользователям возможности поиска релевантной информации по своей сети и ее обработки в программах, поддерживающих принятие внутренних управленческих решений, или аналитических приложениях, применяемых инвесторами.

XBRL вовсе не «призрачный» программный продукт. Более 200 известных организаций и компаний уже публикуют свою информацию в формате XBRL, в том числе Microsoft, Morgan Stanley, Reuters, Deloitte, IBM.

Ориентированный на инвесторов, веб-сайт Microsoft



([www.microsoft.com](http://www.microsoft.com)) считается последним достижением в этой области. Он не только содержит огромный объем информации для инвесторов, но и дает инструмент для ее использования. Понимая необходимость постоянного совершенствования, Microsoft взяла на себя обязательство использовать XBRL в качестве стандартного формата своей интернет-отчетности и поставила перед собой ряд широких целей, в том числе:

- Обеспечение достоверности и надежности финансовой отчетности компании;
- Сокращение затрат, связанных с подготовкой и распространением финансовой информации компании;
- Демонстрация на реальном примере выгод от XBRL для рынка в целом и продвижение этого языка;
- Предоставление преимуществ сторонам, заинтересованным в результатах деятельности компании.

Себестоимость публикуемой финансовой отчетности с использованием интернет-технологий на базе XML ниже себестоимости традиционных способов публикации примерно на 60%.

Некоторые компании уже сократили свои затраты, публикуя те или иные отчеты исключительно в интернете. Именно так поступает нью-йоркская компания American Life Insurance ([www.americanlifeny.com](http://www.americanlifeny.com)), которая представляет требуемую Комиссией по ценным бумагам и биржам США отчетность по новым договорам страхования жизни с переменным аннуитетом исключительно через интернет. Это позволяет ощутимо снизить расходы на публикацию (но требует специального разрешения Комиссии по ценным бумагам и биржам США).

Автору ясно, что чем легче и быстрее будет доступ к удобной для использования информации, тем шире станет охват публичных компаний. Это, в свою очередь, приведет к увеличению числа инвесторов, повышению

ликвидности, росту биржевых курсов и улучшению диверсификации капитала.

Язык позволяет менеджменту сделать отчетность максимально прозрачной, однако он не может никого заставить давать ясную, полную, честную и содержательную информацию. Это всего лишь формат, а не орган контроля. Графики в представляемой отчетности могут ввести в заблуждение и запутать пользователя, а некоторые компании намеренно прячут важные данные в обилии незначительных подробностей. Неполнота может быть также следствием процесса нормализации достаточно полной исходной информации.

Одни заинтересованные стороны получают и обрабатывают отчетные данные быстрее, чем другие. Это может привести к поставке неполной информации в течение некоторого времени и создать условия для неправомερных действий. Быстро мыслящие инвесторы могут неплохо заработать на том, что первыми начнут действовать на рынке с учетом новой и зачастую внутренней информации. Чем уже круг имеющих доступ к сведениям, сообщаемым, например, инсайдером во время частного разговора по телефону, тем труднее для остальных использовать их для принятия решений.

Регулирующие органы пытаются не допустить информационного арбитража и уменьшить различия в скорости получения информации. В США, например, комиссия для этого издала документ: «Правило справедливого раскрытия информации». Быстрота получения информации зависит в определенной мере и от удобства формата представления данных, которое обеспечивается языком XBRL.

Регулирующие органы многих стран по-прежнему предпочитают иметь дело с бумажным носителем или электронными форматами, имитирующими бумагу, при получении информации от подотчетных предприятий и организаций. Результатом этого являются ручные процессы контроля,

которым присущи неточность, хроническая несвоевременность и высокая стоимость, как для регулирующих органов, так и для тех, кого они контролируют.

Однако есть страны, в которых регулирующие органы уже пользуются языком XBRL. Управление налоговых сборов Великобритании приняло решение с 2003 года перейти на этот информационный формат для налоговых деклараций компаний, как первый шаг в процессе перехода на электронную подачу отчетности. Федеральная корпорация страхования депозитов (FDIC) США идет по тому же пути в сфере контроля услуг финансового сектора.

Технологии, подобные цифровой подписи XML, обеспечивают автоматическое подтверждение достоверности, аутентичности и авторства информации, представленной в формате XBRL.

Автор считает, что необходимо выработать методологию независимого аудита, которая отвечает потребностям потребителей отчетности на основе интернета. Хотя полного инструментария пока не существует, прогресс в этой области виден невооруженным взглядом.

Компании эффективно без применения ручных процессов консолидируют информацию, получаемую из разных источников и систем по филиалам и подразделениям. Консолидация происходит автоматически, информация поступает к руководителям для принятия внутренних управленческих решений. Одновременно она становится доступной и для внешних пользователей. Инвесторы, аналитики и другие заинтересованные стороны запрашивают через интернет именно те данные, которые им требуются. Запрошенные данные попадают непосредственно в электронные таблицы и аналитические программы.

Для того чтобы XBRL занял подобающее место на мировом рынке, его пользователи должны встать во главе его разработки и превращения в стандарт финансовой отчетности. Однако не стоит забывать, что XBRL

полезен до тех пор, пока используется для размещения на сайтах достоверной информации. Именно поэтому все компании, особенно российские, должны совмещать содержание информации с формой для увеличения прозрачности своей деятельности в глазах инвесторов.

### **3. Анализ прозрачности российских компаний**

#### **3.1. Раскрытие информации российскими публичными компаниями, существующие меры по повышению прозрачности компании**

В этой главе речь пойдет уже исключительно о наших, российских компаниях, их уровне открытости. Мы покажем то, как рейтинговые агентства оценивают уровень прозрачности российских компаний, какие есть нормативные требования и рекомендации к раскрытию информации для публичных компаний, что сейчас реально раскрывают российские компании и, наконец, что можно с этим сделать.

Начнем с исследования уровня прозрачности российских компаний. Исследование по российским компаниям провела ИК «Тройка-Диалог». Ее аналитики попытались оценить, какие потери несут отечественные эмитенты из-за низкой культуры корпоративного управления. 28 компаний, котируемых на Фондовой бирже РТС, сравнивались с аналогичными предприятиями других развивающихся рынков по восьми критериям:

- 1) финансовые результаты
- 2) финансовая дисциплина компании
- 3) структура собственников и прозрачность
- 4) право голоса в компаниях
- 5) обратная связь с директорами
- 6) система вознаграждения директоров компании
- 7) соблюдение закона
- 8) диалог с исполнительной властью

Результаты исследования показали, что в силу низкого уровня корпоративного управления (в том числе и вследствие недостаточной

информационной открытости) крупнейших российских эмитентов их акции в сравнении с аналогами в других развивающихся странах недооценены в среднем наполовину. Если же сравнивать с развитыми рынками, то недооцененность отечественного фондового рынка составит примерно 200 миллиардов долларов.

Примеры:

Публикация отчетности компании «Лукойл» в стандарте US GAAP за 3 квартал и девять месяцев 2001 года вызвала разочарование инвестиционного сообщества – результаты оказались ниже прогнозируемых. Это впечатление усугубилось после вторичной телеконференции, которую компания провела для аналитиков рынка. По отзывам последних, они не получили ответов на свои вопросы. Все это повлекло существенное снижение курса акций компании. По завершении конференции акции «Лукойл» упали на 2%, к закрытию торгов в РТС их курс понизился еще на 4,3%.

Как мы говорили ранее, даже раскрытие достаточно негативной информации может сработать на повышение имиджа информационно открытой компании и не вызвать снижения рыночной стоимости ее акций. Пример – компания «Вимм-Билль-Данн». Ни криминальное прошлое основного акционера, ни аргентинский кризис, ни стагнация на американском фондовом рынке не помешали этой компании стать пятым российским эмитентом, чьи акции обращаются на NYSE. Успешное первичное размещение принесло акционерам более 200 миллионов долларов.

Известно, что и отечественный, и иностранные инвесторы ориентируются при принятии решений на оценки, присвоенные известными рейтинговыми агентствами. Компания может воспользоваться услугами одного из агентств и, заплатив ему немалую сумму денег, получить оценку своего уровня корпоративного управления, в том числе и информационной открытости. На российском рынке действует несколько компаний, предлагающих свои услуги в оценке уровня информационной открытости

компаний. Это “Standard and Poor’s”, “Brunswick Warburg UBS”, «Институт корпоративного права и управления», «Российский институт директоров», «Эксперт – РА» и другие. Не вдаваясь в подробности их оценок, рассмотрим общие критерии открытости, указанные агентствами<sup>25</sup>:

<b>1. Качество</b>	
1.1. Международные стандарты	Ведение учета и отчетности по МСФО
	Составление консолидированной отчетности
	Наличие кодекса корпоративного управления
1.2. Системы внешнего контроля	Наличие у аудиторов хорошей репутации
	Выбор его на тендерной основе
	Значимость объемов оказываемых аудитором услуг, не связанных с проведением аудиторских проверок
	Примечания к заключению аудитора
1.3. Системы внутреннего контроля	Наличие системы внутреннего контроля, управления рисками, службы внутреннего аудита
	Наличие системы отслеживания контрактов на соответствие рыночным условиям
	Факты рассмотрения советом директоров важнейших вопросов деятельности компании
	Наличие в компании комитета по аудиту
	Порядок работы ревизионной комиссии
<b>2. Содержание</b>	
2.1. Открытость структуры собственности и аффилированности	Сведения об общем количестве акционеров (физических и юридических лиц)

<sup>25</sup> «Совет директоров в системе корпоративного управления компании» - под редакцией И.В. Костинова – Российский институт директоров, Москва, 2002, стр. 253

	Сведения о держателях крупных контрольных пакетов акций, степень их влияния на компанию и отношения между собой
	Список владельцев крупных пакетов акций тех акционеров, информация о которых раскрывается
2.2. Информация о руководстве компании	Сведения об акциях, принадлежащих членам советов директоров и правления (% от уставного капитала)
	Сведения о содержании контрактов с директорами и членами руководства
	Информация о вознаграждении членов совета директоров и правления
2.3. Дивидендная политика и история выплат дивидендов	Дивидендная политика
	Сведения о выплаченных дивидендах
2.4. Информированность о подготовке и проведении общих собраний акционеров	Уведомление о собраниях
	Документы, рассылаемые акционерам
	Информация, касающаяся присутствия акционеров на собрании
	Информация для акционеров относительно процедуры голосования
	Материалы к общим собраниям акционеров
2.5. Аналитические справки руководства	Комментарии о результатах деятельности, о существенных событиях
	Изложение стратегии
	Анализ рынков и рисков
	Прогнозы и мнения
<b>3. Своевременность</b>	
	Раскрытия публичной информации



	Представления информации акционерам
	Представлений отчетности в ФКЦБ
	"Свежесть" информации на веб-сайте
<b>4. Доступность</b>	
	Наличие собственного веб-сайта
	Наличие службы по связям с инвесторами
	Специального помещения для доступа к информации в офисе

Таким образом, инвестору не хочется вникать в то, что предписано раскрывать в законодательстве и выполняется в обязательном порядке, а что открывается компанией добровольно. Среди критериев всех проанализированных агентств находятся и законодательно предписанные требования. К важнейшим показателям раскрытия нефинансовой информации эксперты рейтинговых агентств относят не только ее содержание, но и качество, определяемое, главным образом, использованием международных стандартов отчетности и подкрепленное известными аудиторскими фирмами, а также своевременность и доступность раскрываемой информации для всех заинтересованных лиц.

Поскольку можно предположить, что на рейтинг, тем более платный, идут лучшие из компаний, в том числе с точки зрения информационной открытости, их усредненные результаты несколько завышены, по сравнению со средними показателями российских акционерных обществ. Так, результаты исследования 21 российской компании рейтинговым агентством «Brunswick Warburg UBS» продемонстрировали неожиданно низкий усредненный риск непрозрачности в 28,6%, то есть средняя оценка открытости составила 71,4%. Усредненная оценка по трем компаниям («ПТС», «ИБК» и «Аэрофлот»), получившим рейтинг “Standard and Poor’s” в

аспекте раскрытия информации составила 5,1 баллов, что соответствует выполнению только половины предъявляемых к открытой компании требований.

Проанализировав более 60 компаний, агентство Standard & Poor's и Российский институт директоров пришли к выводу, что рост прозрачности российских компаний замедлился.

Источниками данных стали годовые отчеты компаний, их интернет-сайты и квартальные отчеты, направляемые в российскую и американскую комиссии по ценным бумагам<sup>26</sup>.

Standard & Poor's опубликовало результаты исследования информационной прозрачности 60 российских компаний в 2003 г. Результат, показанный крупнейшими российскими компаниями, за год повысился на 5 процентных пунктов с 34% до 39%.

Лидером по версии S&P стал "Вимм-Билль-Данн" (ВБД), в прошлом году занимавший 2-е место.

Однако в России существуют и официальные нормативные требования к открытию информации для публичных компаний.

Указания на повышение прозрачности российских компаний содержатся в Программе социально-экономического развития РФ, разработанной Правительством РФ на 2002 – 2010 годы. В целях повышения прозрачности деятельности организаций будет расширен состав раскрываемой организациями информации и усилена ответственность за сроки предоставления, достоверность и качество предоставляемой информации. Будет создана единая информационная система, обеспечивающая равноправный, своевременный и финансово необременительный доступ к публичным отчетам эмитентов ценных бумаг.

---

<sup>26</sup> Газета "[Ведомости](#)", N 174 (974) от 25.09.2003

В целях развития корпоративного управления Правительство Российской Федерации намерено проводить работу по совершенствованию законодательства и формированию судебных механизмов защиты интересов собственников, кредиторов, управляющих, работников организаций, а также способствовать распространению позитивной практики корпоративного управления и внедрению в российских компаниях общепризнанных норм и правил корпоративного поведения.

Существуют требования к открытию информации для эмитентов ценных бумаг, акционерных обществ. Так как в работе мы рассматриваем наиболее открытые, публичные компании, посмотрим, какие требования предъявляются к открытым акционерным обществам, зарегистрировавшие хотя бы один раз проспект эмиссии. Они должны раскрывать информацию в следующих формах<sup>27</sup>:

- годовой отчет
- годовая бухгалтерская отчетность
- квартальная бухгалтерская отчетность
- проспект эмиссии и отчет об итогах выпуска ценных бумаг
- сообщение о проведении общего собрания акционеров
- ежеквартальный отчет
- сообщения о существенных фактах
- списки аффилированных лиц

Требования постановления ФКЦБ о раскрытии информации эмитентом предусматривают обязательное опубликование всех вышеперечисленных форм в интернете.

---

<sup>27</sup> Постановления ФКЦБ №19 от 17.09.1996, №8 от 12.02.1997, №31 от 11.08.1998, №32 от 12.08.1998, №7 от 30.09.1999

Бухгалтерскую отчетность эмитент должен представлять путем:

- а) направления копии финансовой (бухгалтерской) отчетности в регистрирующий орган;
- б) опубликования финансовой (бухгалтерской) отчетности на странице в сети "Интернет";
- в) помещения копий указанной отчетности в месте нахождения эмитента, а также в иных местах, предусмотренных эмитентом для ознакомления с информацией, содержащейся в проспекте ценных бумаг<sup>28</sup>.

Существует требование по своевременному опубликованию текста ежеквартального отчета в сети "Интернет" - не более 45 дней со дня окончания соответствующего квартала.

Информация, содержащаяся в перечисленных выше формах, раскрывается любому заинтересованному лицу. Предоставление копий раскрываемой информации по письменному требованию должно производиться за плату, не превышающую расходов за изготовление копий.

Нарушения требований ФКЦБ, а также предоставление недостоверной или ложной информации могут повлечь за собой следующие меры:

- отказ в государственной регистрации выпуска
- административная ответственность
- уголовная ответственность
- другие виды ответственности, предусмотренные законодательством РФ

Достоверность предоставленной информации должна проверяться как регистрирующими органами (ФКЦБ), так и независимыми аудиторами и консультантами. Именно внешний аудитор, по нашему мнению, а особенно зарекомендовавший себя на международном уровне способен проверить и оценить уровень достоверности открытой информации по достоинству.

---

<sup>28</sup> Постановление Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 2 июля 2003 г. N 03-32/пс «О раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг»

Для того, чтобы раскрывать информацию, полезную пользователям, каждая компания должна разработать свой кодекс корпоративного поведения, в котором бы подробно описывала тот перечень информации, который она готова раскрыть. Это некий этический свод правил, норм поведения публичной компании. На регулирующем уровне шаг в этом направлении уже сделан.

В апреле 2002 г. ФКЦБ России рекомендовало компаниям применять Кодекс корпоративного поведения, издав соответствующее распоряжение. Кодекс носит рекомендательный характер, Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг, как говорится в документе, последовательно работает над тем, чтобы обеспечить его внедрение в практику работы российских компаний. Акционерные общества обязаны в своей отчетности раскрыть, как реализуется процесс корпоративного управления по основным компонентам, включенным в Кодекс, и пояснить, как они соотносятся с рекомендациями, содержащимися в Кодексе. В случае возникновения отличий принципов корпоративного управления, применяемых акционерным обществом, от этих рекомендаций, оно будет обязана пояснить причины таких отличий. В седьмой главе Кодекса «Раскрытие информации» подробно описано, какую дополнительную информацию компаниям следует раскрывать инвесторам<sup>29</sup>.

Официально информация должна раскрываться путем публикации в специальном или обычном публичном печатном издании. Кодекс предусматривает и другие способы:

- пресс-конференции
- регулярные встречи исполнительных органов общества с инвесторами и акционерами общества
- публикация информации об обществе в средствах массовой информации, брошюрах и буклетах

---

<sup>29</sup> ФКЦБ «Кодекс корпоративного поведения» - 2002

- веб-сайт общества в сети Интернет

Это все то, как должно быть. А какова реальность и что сейчас открывают публичные компании? На эти вопросы мы попытаемся ответить далее в работе.

### **3.2. Анализ прозрачности российских компаний**

Анализ прозрачности российских компаний был проведен автором исходя из анализа веб-сайтов этих компаний в Интернете. Информация, содержащаяся на странице в Интернете, является, по мнению автора, наиболее показательной для потенциального инвестора. Она открыта и доступна всем пользователям интернета без исключения.

Об обязательной информации, раскрываемой компанией на сайте, мы говорили выше. Что касается рекомендаций, то в Кодексе корпоративного поведения ФКЦБ существует перечень информации, рекомендуемой к раскрытию на веб-сайте общества<sup>30</sup>:

- текст устава и изменений в него
- жеквартальные отчеты, проспекты эмиссии и сообщения о существенных фактах
- аудиторские заключения
- информацию, касающуюся проведения общих собраний акционеров
- важнейшие решения совета директоров
- информация о стратегии развития общества

Итак, посмотрим, соблюдаются ли вышеперечисленные рекомендации и требования различными компаниями. В выборку попали как наиболее ликвидные компании, так и компании второй 20-ки, так и компании второго эшелона.

По каждой компании автор делает собственный анализ и оценку уровня прозрачности.

---

<sup>30</sup> ФКЦБ «Кодекс корпоративного поведения» - 2002

Оценка уровня прозрачности делится на 8 уровней. 1 уровень – свидетельствует о высочайшем уровне прозрачности, последний – об отсутствии прозрачности и невозможности ее анализа:

- 1) очень высокий
- 2) высокий
- 3) выше среднего
- 4) средний
- 5) ниже среднего
- 6) низкий
- 7) очень низкий
- 8) неподдающийся оценке

Методика отнесения компании к тому или иному уровню автором не раскрывается и является его ноу-хау.



## ОАО «Нефтяная компания ЮКОС»

Название сайта: [www.yukos.ru](http://www.yukos.ru)

Город:	Нефтеюганск, Ханты-Мансийский авт.окр.
Отрасль:	Топливная промышленность (в т.ч. нефтяная)

Торгуется в системе "Классический рынок акций"
Входит в Котировальный лист А1

Котируется на бирже РТС с 1995 года. Итоги торгов за год:

Объем торгов	442197609 USD
Объем торгов, шт.:	35 204 097
Число сделок:	3 287

Первое впечатление: Уникальный дизайн заставки с использованием рисунков детей. Основная мысль выделена – «ЮКОС – открытая компания»

Оригинальность прослеживается повсюду, что стоят названия некоторых разделов сайта: «Браво, Забавушка!», «В ритме правого берега».

Кадровая политика: существует программа мотивации сотрудников с помощью стимулирования акциями компании, содержится информация о корпоративных праздниках компании.

Социальные программы: сотрудничество с ВУЗами, поддержка ветеранов, поддержка малого бизнеса, Интернет-образование школ.

Экология: реальные программы и результаты в области природоохранной деятельности.

Существует программы спонсорства и благотворительности.

Отношения с акционерами: показан график торгов в РТС лишь с 2002 года по май 2003 года – намеренное скрывание негативных тенденций конца 2003 года. Публикуется годовые собрания акционеров за предыдущие 3 года.

Дивидендная политика заслуживает высокой оценки. Политика прописана на сайте достаточно подробно. Компания исправно выплачивает дивиденды – последняя выплата 28 февраля 2004 - 60 млрд. рублей.

На сайте представлен отдельный раздел, посвященный раскрытию информации. В этом разделе содержатся 2 ежеквартальных отчета компании в соответствии с нормами GAAP США на русском и английском языке в формате PDF – за 3 и 4 кварталы 2003 года. Отчет слишком объемный (около 2 мегабайтов), и не всякий пользователь способен его оттуда быстро взять. Однако содержание ежеквартальных отчетов достаточно полное, и он релевантен во всех существенных отношениях. На русскоязычном сайте большинство финансовых показателей публикуется исключительно в долларах США. По состоянию на 15 мая отчет за 1 квартал 2004 года до сих пор не опубликован на сайте. Кроме того, необходимо отметить отсутствие годового отчета компании за 2003 год. Вместо этого приводятся предварительные итоги за 2003 год.

Публикуется бухгалтерский баланс и отчет о прибылях и убытках за 9 месяцев 2003 года.

На сайте располагается информация о существенных фактах и списки аффилированных лиц компании, а также устав компании, список дочерних обществ и их ежеквартальные отчеты, положение о ревизионной комиссии компании.

Компания заостряет внимание на том, что произошло создание комитетов по корпоративному управлению и назначениям, финансовым вопросам, аудиту и оплате труда под руководством независимых членов Совета директоров. На сайте говорится о том, что компания предпринимает усилия по повышению уровня корпоративного поведения и выделяет:

- Предоставление ежеквартальных финансовых отчетов в соответствии с US GAAP, начиная с 2001 года;
- Проведение ежегодного независимого аудита финансовых отчетов в соответствии с US GAAP аудиторской фирмой, имеющей международное признание;
- Четкая и своевременная выплата дивидендов;
- Система оплаты высших менеджеров, основанная на стимулировании, привязанная к корпоративному росту, индивидуальным показателям деятельности и повышению рыночной стоимости компании, отраженной в цене ее акций.

При этом кроме вышеуказанных слов на сайте не указаны реальные действия, предпринятые компанией в определенные сроки, нет кодекса корпоративного управления.

Компания приводит пользователям отдельно некоторые показатели, такие как объем добычи нефти, экспорт, нефтепереработка и тому подобные. Нефинансовые показатели и их увязка с финансовыми не были раскрыты.

Информация о членах совета директоров и председателя правления исчерпывающая.

Компания вышла на зарубежные рынки акций с помощью выпуска АДР. В связи с этим на сайте публикуется стандарт «Порядок представления, публикации информации и совершения сделок с ценными бумагами в связи с выпуском АДР».

Негативной информации, связанной с арестом главы компании и его последствий в пресс-релизах компании было обнаружено несоизмеримо мало.

Для англоязычных пользователей предусмотрен отдельный сайт компании: [www.yukos.com](http://www.yukos.com) . Сайт практически полностью отражает информацию, представленную на русскоязычном сайте, в том числе и ежегодные отчеты компании по стандартам GAAP на английском языке. Отчет представлен в удобном для пользователей формате.

Выводы: Компания раскрывает достаточно большой объем информации, полезной для инвестора, выполняет требования регулятора и некоторые его рекомендации. Однако всем известно, что большое количество информации и так должно открываться эмитентом, являющимся одним из крупнейших нефтяных компаний мира. Качество информации высокое, достоверность должна проверяться соответствующими государственными органами и независимыми аудиторами. Однако несвоевременное раскрытие информации, скрывание негативной информации, отсутствие нефинансовых показателей деятельности, модели взаимосвязи показателей и кодекса корпоративного поведения не позволяют оценить уровень прозрачности как высокий.

Оценка: Уровень прозрачности компании оценивается как *выше среднего*

## ОАО «Павловский автобус»

Город:	Павлово, Нижегородская область
Отрасль:	Машиностроение и металлообработка

ОАО «Павловский автобус» котируется на бирже РТС (категория Б) с 1999 года. За календарный год до 1 мая 2004:

Объем торгов	330605 USD
Объем торгов, шт.:	16 100
Число сделок:	17

Сайт: <http://www.paz.nnov.ru/>

Первое впечатление: 3 зеркала сайта – на русском, английском и испанском языках. Наличие сайта на испанском языке ставит больше вопросов, чем ответов.

Львиная доля информации сайта содержит описание основной продукции компании – автобусов с их характеристиками.

Представлена единственная страница про отношения с акционерами, точнее выполнение требований ФКЦБ о ежеквартальных отчетах и существенных фактах, а также информация об аффилированных лицах,

начиная с 2003 года. Представлена краткая информация о годовом общем собрании акционеров за 2001 год, ежеквартальные отчеты за 3 и 4 кварталы 2003 года.

Отчет компании за 4 квартал 2003 года заполнялся коряво и непрофессионально, с обилием орфографических и пунктуационных ошибок. В пункте 2.2. Рыночная капитализация эмитента написано: «Капитализация эмитента не вычисляется», что противоречит требованиям ФКЦБ. Еще один пример непрофессионализма: «На рынках Африки сильный конкурент - Индия. Производят все у себя, а силовые агрегаты по лицензиям ведущих европейских фирм: Мерседес Бенц, Ивеко. Размерность та же, что и у ПАЗ, давний опыт торговли в Африке.»

Компания не пользовалась услугами консультанта и оценщика в этот период. Анализ факторов риска, связанных с приобретением эмиссионных ценных бумаг не проводился. В отчете говорится о том, что, так как основными потребителями продукции всегда были государственные заказы, наблюдается отсутствие продаж в определенные сезоны из-за неутвержденного бюджета. Следовательно, компания в своей деятельности зависит от государственных заказов. Анализ тенденций развития в сфере основной деятельности не проводился. Дивиденды за все годы акционирования не выплачивались.

Бухгалтерская отчетность за 9 месяцев 2003 года содержит только бухгалтерский баланс и отчет о прибылях и убытках. Аудиторского заключения на сайте не представлено.

Отсутствует годовой отчет компании за 2003 год по состоянию на 15 мая.

Остальные ссылки либо представляют собой информацию об истории создания компании, либо контакты с основными топ-менеджерами.

Зеркало сайта на английском языке:

Информация сайта в большом объеме переведена на английский язык. Особенное внимание уделено переводу характеристик автобусов для иностранных инвесторов. Все отчеты и существенные факты не переведены на английский язык. Самая свежая новость в ленте новостей датируется 2001 годом.

Выводы: Требования ФКЦБ выполняются по минимуму, дополнительной информации не предоставляется. Компания до сих пор зависит от государства, что налагает некоторые ограничения на открытость компании. Отчет сделан непрофессионально. О нефинансовых показателях деятельности ничего не сказано. Отношения с акционерами не прописаны.

Оценка: Уровень прозрачности компании оценивается как **низкий**.

## ОАО «Красный Октябрь»

<b>Московская кондитерская фабрика "Красный Октябрь" (Красный Октябрь)</b>	
Город:	Москва
Отрасль:	Пищевая промышленность
WWW-сервер:	<a href="http://www.redoct.msk.ru/">http://www.redoct.msk.ru/</a>

ОАО «Красный Октябрь» котируется на бирже РТС с 1995 года. За календарный год до 1 мая 2004:

Объем торгов	140826 USD
Объем торгов, шт.:	19 062
Число сделок:	10

Первое впечатление: обыденный дизайн сайта, с англоязычного зеркала перейти на русскоязычный сайт затруднительно.



В ленте новостей последняя новость датируется 24.09.2003.

В разделе инвестор на сайте публикуется информация о существенных фактах, годовых собраниях акционеров (последнее в 2001 году).

Годовые отчеты компании ведутся лишь до 2001 года. Информация о годовых собраниях акционеров публикуется, но только на период с 1999 по 2001 год включительно. Опубликование сокращенной консолидированной финансовой отчетности за 2000 год, проверенной аудиторами, не даст, по мнению автора, никакой информации сегодняшнему инвестору. Новой информации нет.

Однако опубликовано много информации о продуктах компании, об акциях, проводимых компанией.

Существует раздел «репутация общества», где присутствует информация о наградах и призах компании, а также об отзывах посетителей сайта. Примечательно, что там находятся исключительно положительные отзывы обывателей, которые, по мнению автора, можно было бы поместить в раздел «форум». Рейтинг компании приведен лишь за 1998 и 1999 годы.

Ежеквартальный отчет эмитента:

Представлен только единственный отчет за 4 квартал 2003 года. Читать его очень неудобно, так как он представлен в формате HTML, даже не в виде отдельного файла. Содержание отчета:

Отсутствует консультант и оценщик общества. В пункте 2.5.5. Риски, связанные с деятельностью эмитента идет ссылка на то, что эта информация изложена выше и ее необходимо заново искать. Политика в области научно-технических разработок не ведется, вопросы решаются, цитирую, «в рабочем порядке». Анализ тенденций в сфере основной деятельности эмитента не проводился. В состав совета директоров входит представитель Правительства Москвы, что наталкивает на мысль, что компания еще зависит от решений государства. В подтверждении этого, приведем тот факт, что Департамент имущества в г. Москве владеет около 21% акций компании. Компания

ежегодно, начиная с 1999 года, выплачивает дивиденды по обыкновенным и привилегированным акциям, а также производит купонные выплаты по облигациям. Так как формально в 4 квартале результаты финансово-хозяйственной деятельности эмитента, прибыль, выручка и годовая бухгалтерская отчетность не представляются, компания их не указывает и на сайте вообще.

Существует зеркало сайта на английском языке:

Последняя новость датируется еще 2001 годом (на русском сайте – 2003). Раздел репутация сокращен до минимума. Ежеквартальный отчет эмитента и информация о годовых собраниях акционеров отсутствует на английском языке. Однако старые годовые отчеты переведены на английский язык. Информация для покупателей и отсутствует.

Выводы: Информация на сайте не обновляется практически полностью с 2001 года. Инвесторы не в состоянии оценить перспективы компании исключительно полагаясь на ежеквартальный отчет. Требования ФКЦБ по открытию информации не выполняются, рекомендации не соблюдаются. Вследствие вышеизложенных причин уровень прозрачности невозможно оценить как низкий

Оценка: Уровень прозрачности компании оценивается как **очень низкий**

## ОАО «Пивоваренная компания Балтика»

**Пивоваренная компания Балтика (Пивоваренная компания Балтика)**

Город: Санкт-Петербург

Отрасль: Пищевая промышленность

Торгуется в РТС с 2001 года.

Торгуется в системе "Классический рынок акций"

Входит в Котировальный лист Б

Информация о торгах за календарный год:

Объем торгов	544752 USD
Объем торгов, шт.:	41 530
Число сделок:	32

Сайт: [www.baltika.ru](http://www.baltika.ru) Название сайта не указано на официальном сайте РТС.

Дизайн сайта заслуживает похвалы, так как выполнен с помощью Флэш-технологии.

Существует карта сайта, где можно быстро найти необходимую информацию. Лента новостей корпоративного раздела сайта обновляется регулярно. Существуют разделы вакансий, пресс-релиза.

Отношению с инвесторами и финансовым показателям деятельности посвящен только один раздел: «годовые отчеты». Там представлены годовые отчеты компании с 2001 по 2003 год включительно, а также финансовая отчетность и ее анализ с 2000 по 2003 год включительно. Компания, единственная из выбранных нами, которая опубликовала свой годовой отчет и отчетность за 2003 год на сайте по состоянию на 15 мая 2004 года.

Содержание годового отчета за 2003 год:

Отчет компании достаточно подробно освещает деятельность компании, сравнительный анализ конкурентов. В отчете указывается, что рейтинговое агентство Moody's Investors service присвоило компании долгосрочный кредитный рейтинг Aa3 (rus). В отчете указаны действия по защите окружающей среды в компании, социальная ответственность компании, благотворительная деятельность. Шведская компания «Балтик Бевериджис Холдинг АБ» владеет более 74% акций компании. Во многом благодаря иностранному менеджменту, по нашему мнению, компания добилась некоторых успехов на пути к увеличению прозрачности.

Содержание финансовой отчетности и ее анализ за 2003 год проводится международной крупной аудиторской компанией KPMG. Аудиторское заключение безусловно положительное.

Ежеквартальных отчетов эмитента не представлено на сайте.

Зеркало сайта на английском языке выполнено качественно. В информации для инвестора представлен годовой отчет за 2002 год.

Выводы: Требования ФКЦБ относительно обязательных документов к опубликованию не выполняется. На сайте нет ежеквартальных отчетов, списка аффилированных лиц, сообщений о существенных фактах, информации о годовом общем собрании акционеров. Однако компания раскрывает дополнительную информацию в годовом отчете, публикует бухгалтерскую отчетность и своевременно предоставляет информацию

Оценка: Уровень прозрачности компании оценивается как **ниже среднего**

## ОАО Научно-производственная корпорация "ИРКУТ"

### Научно-производственная корпорация "ИРКУТ" (Корпорация ИРКУТ)

Город: Иркутск, Иркутская область

Отрасль: Машиностроение и металлообработка

Котируется в РТС с февраля 2004 года

Торгуется в системе "Классический рынок акций"

Входит в Котировальный лист Б

Информация о торгах с начала выставления котировок:

Объем торгов	2710466 USD
Объем торгов, шт.:	3 702 937
Число сделок:	59

Компания 3 месяца назад вступила на путь информационной прозрачности, начав обращаться на бирже. Но инвестору, пытающемуся оценить риск своих вложений нужна полная открытая информация.

Компания до сих пор не имеет собственного доступного веб-сайта, и цельного анализа по компании из открытых источников получить затруднительно и обременительно.

Выводы: Для инвестора главное правило: время – деньги. Не нашел быстрый доступ к компании, перешел к конкуренту. К сожалению, ни а какой открытости компании пока говорить не приходится. Возможно, ситуация изменится уже в ближайшее время.

Оценка: Уровень прозрачности оценивается как **неподдающийся оценке**.

## ОАО «Торговый дом ЦУМ»

### Торговый центр ЦУМ (ТД ЦУМ)

Город: Москва  
Отрасль: Торговля

Торгуется в РТС с 1995 года

Торгуется в системе "Классический рынок акций"

Входит в список для расчета Индекса РТС

За последний год сделок по этой бумаге не было. Приведем итоги за предыдущий период (с 1 мая 2002 по 1 мая 2003 года):

Объем торгов	113788 USD
Объем торгов, шт.:	309 446
Число сделок:	20

Сайт компании: [www.tsum.ru](http://www.tsum.ru) – Официальных данных о сайте в РТС нет  
Существует зеркало сайта на английском языке. Существует карта сайта.



Русскоязычная версия сайта: сайт неинформативен, большая доля информации приходится на продукты компании. Отсутствует лента новостей. Сайт обновляется вяло.

Раздел «информация для инвестора»:

Публикуется информация о существенных фактах, аффилированных лицах и ежеквартальный отчет за 4 квартал 2003 года.

Содержание ежеквартального отчета:

Отчет представлен на сайте в формате архива ZIP, что не удобно, так как его надо разархивировать. Указаны риски эмитента, связанные с расширением деятельности и возможным уменьшением доходности, сильные и слабые стороны конкурентов. Отчет содержит как орфографические, так и фактические ошибки. Приведем для примера одну фразу: «4.3.5. Нематериальные активы эмитента - Стандарты (правила) бухгалтерского учета, в соответствии с которыми эмитент представляет информацию о материальных активах: Правила бухгалтерского учета ПБУ 14/2000, утвержденные Приказом Минфина № 91н от 16.10.2000г.» Здесь имеются в виду нематериальные активы и Положения по Бухгалтерскому Учету. Интересный факт: в состав членов совета директоров компании входит генеральный директор инвестиционного консультанта ТД ЦУМ. Факт его независимости не указан. Налицо конфликт интересов. Этот консультант владеет еще и 28,6% акций эмитента. Данные о владении акциями аудитором эмитента не приведены. С 2000 года дивиденды компании не выплачивались. Дополнительных либо иных сведений в отчете не представлено.

Также есть одна страница, посвященная планам развития компании на будущее, в том числе опросы потребителей и развитие стратегии увеличения рыночной доли компании. Ни одного графика и показателя не представлено на сайте.

Отсутствуют следующие обязательные к опубликованию документы: - годовой отчет, годовая бухгалтерская отчетность, квартальная бухгалтерская отчетность, проспект эмиссии и отчет об итогах выпуска ценных бумаг, сообщение о проведении общего собрания акционеров, ежеквартальный отчет за 3 квартал 2003 года и за 1 квартал 2004 года.

Зеркало сайта на английском языке в корне отличается от своего русского аналога. Во-первых, на главной странице присутствует другая информация о торговом доме, о том, как иностранному туристу хорошо посетить магазин рядом с Красной площадью и тому подобное. Есть новости на английском языке, которых нет на русском языке. Главное отличие: отсутствие раздела информации для инвестора, по-видимому, из-за того, что все официальные отчеты в ФКЦБ не переведены на английский язык.

Выводы: Компания не требования ФКЦБ и закона о рынке ценных бумаг в части раскрытия информации о компании, нет никакой информации про кодекс корпоративного поведения, поэтому уровень открытости компании нельзя оценить как низкий.

Оценка: уровень прозрачности компании оценивается как **очень низкий**.

### **3.3. Разработка мер по повышению уровня прозрачности российских компаний**

Анализ выбранных российских компаний показал, что уровень прозрачности большинства российских компаний можно оценить как средний или низкий. Ни одна компания, по изложенным выше причинам, не показала высокий уровень открытости информации инвесторам. Значит и им, и нам есть еще над чем работать и совершенствоваться.

Нет идеальных компаний, есть компании, стремящиеся к идеалу. Попав в листинг фондовых бирж, наши компании сразу стали рассчитывать на бесконечные ралли и спекулятивные игры на повышение, оставаясь практически закрытыми для внешних пользователей. Однако рынок расставил все точки над «и», вознаграждая эффективных собственников и наказывая их неэффективных собратьев. Менеджеры спохватились и уяснили, что в сегодняшней структуре открытия информации необходимо что-то менять. Но отнюдь не все еще понимают, что раскрытие достоверной информации всем заинтересованным лицам сегодня – залог доверия инвесторов и увеличения стоимости завтра. Большинство российских компаний хотят идти в этом направлении, но просто не знают, как правильно это сделать, какую информацию следует раскрывать, какие методики при этом использовать, что послужит главным залогом их успеха?

Автор предлагает свои ответы на эти вопросы и разрабатывает систему мер для повышения прозрачности и увеличения капитализации российских компаний. Итак, что компания должна для этого делать:

- 1) Определиться, что от компании хотят увидеть ее потенциальные инвесторы. Единственный путь для достижения этой цели – создать грамотные социологические исследования индивидуальных и институциональных инвесторов, аналитиков, затрагивающих вопросы относительно тех показателей деятельности, раскрытие которых для них будет иметь решающее значение при выборе компании. Такие опросы

необходимо представлять на официальном сайте компании в интернете, с помощью взаимодействия с саморегулируемыми организациями и иными способами. Наличие обратной связи и ее поддержка является отправной точкой на пути к увеличению прозрачности

2) Анализировать эти опросы и провести аналогичные исследования среди менеджеров и других работников компании. Работники должны почувствовать, что они тоже могут вложить свой кирпич в тот фундамент, который будет лежать в основе устойчивого развития компании. Каждая новаторская идея должна быть услышана и проанализирована руководством. Мотивация сотрудников должна присутствовать на всем протяжении деятельности компании.

3) Собрав воедино опросы внешних и внутренних пользователей, специально созданная для этого группа аналитиков, в том числе и независимых, должна выделить общие наиболее важные показатели, которые компания будет раскрывать. Далее создается модель взаимосвязи нефинансовых и финансовых показателей на основе причинно-следственных связей. Создается система сбалансированных показателей, которая затем внедряется в практику и показывает первые результаты. Методом проб и ошибок система с каждым годом приносит свои дивиденды в виде увеличения объема продаж и прибыли, а главное – доверия инвесторов.

4) Неукоснительно соблюдать все обязательные требования к раскрытию информации. Санкции за сокрытие информации, налагаемые регулятором, должны быть более строгими. За непредставление и за несвоевременное представление отчетов регулятор обязан наказывать нарушителя в равной степени.

5) Веб-сайт должен стать первичным форматом для отображения предоставляемой компанией информацией по сравнению с периодическими изданиями. Информация на сайтах должна быть представлена в удобном для пользователя формате, например в XBRL.

- 6) Следовать рекомендациям регулятора по раскрытию дополнительной информации о компании, указывать причины неследования данным рекомендациям.
- 7) Создать свой собственный кодекс корпоративного поведения и указать там свою политику в отношении раскрытия информации на ближайшие и отдаленные годы.
- 8) Раскрывать всю негативную информацию, касающуюся ее деятельности, так как эта информация, так или иначе, будет в свое время известна
- 9) Не бояться первой открыть новые показатели общественности. Наоборот, это послужит стимулом для ее конкурентов последовать ее примеру.
- 10) Раскрывать только достоверную информацию. Подлинность информации должна проверяться независимыми аудиторами и консультантами
- 11) Выходить на международные рынки ценных бумаг и увеличивать свою стоимость за счет иностранных инвесторов. Для этого необходимо всю информацию ежедневно показывать как минимум на русском и на английском языках, представлять отчетность в соответствии с МСФО и GAAP.
- 12) Участвовать в рейтингах прозрачности компаний
- 13) Следовать тезису – инвесторам всегда нужно больше информации для принятия решения
- 14) Наконец, компания, в лице своего руководства, должна видеть в каждом инвесторе своего «лучшего друга», партнера, встать на его место и проанализировать уровень прозрачности с его стороны.

Нужны годы, чтобы каждая компания, приняв эти меры, приняла в свою семью новых членов – долгосрочных инвесторов, которые будут поддерживать ей хорошую деловую репутацию и стабильный рост стоимости.

Начав прямо сейчас, компания сможет проанализировать собственную ситуацию и разработать собственную политику открытой компании.

Открытость и стоимость, вместе, взявшись за руки, пойдут вперед по ступенькам развития компании и не расстанутся никогда.

## ОСНОВНЫЕ ВЫВОДЫ

В работе были рассмотрены следующие моменты и сделаны следующие выводы:

Западные исследователи уже несколько лет пишут о наличии непосредственной взаимосвязи между прозрачностью и стоимостью компании. Примеры многих компаний доказывают справедливость этого суждения.

Необходимо внедрить в практику предоставление дополнительной информации инвесторам, в особенности нефинансовой. Эта информация должна представлять собой систему сбалансированных показателей деятельности компании, залогом ее эффективности. Прибыль и денежный поток компании – не панацея, а лишь одни из слагаемых успеха. Компания должна искать и другие слагаемые для получения адекватной «суммы». Только долгосрочная стратегия, нацеленная на увеличения прозрачности, способна привлечь дополнительную стоимость для компании.

Обобщая результаты аналитических обзоров можно предложить компаниям внедрить в практику предоставления информации рынку следующие действия:

- вывести квартальную отчетность из разряда особо значимых событий, обновлять ее ежемесячно, еженедельно или ежедневно – в зависимости от того, какой период имеет смысл в каждом случае

- рассматривать показатели деятельности компании с точки зрения оценки их важности, которую предоставляют компании, аналитики и инвесторы. Исходя из этого, определить их соотношение, уровень информационных, стоимостных, качественных разрывов и разрывов в понимании показателей между ними.

- раскрыть как положительную, так и отрицательную сторону риска деятельности компании. Отчетность о риске, включенная в бизнес-модель, должна содержать все риски, влияющие на создание стоимости компании.

Модель прозрачности о стоимости – путь к процветанию компании:

Она включает в себя 4 раздела:

- 1) Обзор рынка: условия конкуренции, регулирование, макроэкономическая среда
- 2) Стратегия создания стоимости: цели, задачи, управление, организация
- 3) Управление стоимостью: финансовые результаты, финансовое положение, управление риском, эффективность бизнес-сегментов
- 4) Стоимостная база: нововведения, торговые марки, потребители, поставщики, работники, репутация (социальная, экологическая, этическая)

Совет директоров компании должен добиваться от глав хозяйствующих единиц построения бизнес-моделей и определения показателей, которыми будут измеряться результаты деятельности

Интернет, в том числе публикация отчетов о показателях деятельности в Интернете, конференции с менеджерами, доступные всем желающим, обратная связь с инвесторами – все это поможет реализовать намеченные цели.

Ценность аналитических отчетов должна заключаться не в скорости получения информации, а в знании тех отраслей, с которыми они работают. Это действительно поможет инвесторам сделать правильное решение относительно перспектив развития компании.

Крупнейшие инвестиционные банки США создают единый сайт (TheMarkets.com) – портал для инвестиционных инвесторов, позволяющий сравнивать рекомендации разных аналитиков относительно отдельной компании и самостоятельно анализировать и обрабатывать информацию



Интернет – будущее компаний. Компании должны очень серьезно относиться к Интернету как к средству отображения прозрачности компании. Удобный для пользователей формат поможет пользователям получить легкий доступ к информации.

Акции российских компаний еще слишком волатильны и прозрачность пока не в состоянии уменьшить эту волатильность.

Акции наиболее ликвидных российских компаний определяют движение рынка. Так, годовая «бета» Сургутнефтегаз, ЛУКОЙЛ, Сибнефть, РАО ЕЭС, Мосэнерго, Ростелекома была близка к «1». Следовательно, именно акции голубых фишек определяют тенденции движения рынка и одновременно являются наиболее волатильными (30-70%), такими же, как и рынок в целом.

Согласно рейтингам Standard&Poor's, наиболее крупные по капитализации компании имеют рейтинг ниже среднего, в то время как менее крупные - показали высокий уровень открытости.

Крупные компании по капитализации имеют в большинстве своем высокий уровень волатильности и невысокий рейтинг прозрачности.

Компании, стремящиеся к информационной открытости и получающие соответствующий рейтинг от агентства, имеют меньшую волатильность по сравнению с рынком.. Для средних по уровню капитализации компаний, не определяющих во всех существенных отношениях движение рынка в целом, уровень открытости влияет на снижение их волатильности. С наиболее крупными и ликвидными компаниями, к сожалению, пока этого не происходит.

Анализ прозрачности российских компаний показал, что открытые компании, обращающиеся на бирже, не раскрывают в большинстве своем необходимую для пользователей информацию. Анализ выбранных российских компаний показал, что уровень прозрачности большинства российских компаний можно оценить как средний или низкий. Ни одна

компания, не показала высокий уровень открытости информации инвесторам. Значит, и им, и нам есть еще над чем работать и совершенствоваться.

Автор разработал свои меры для повышения уровня российских компаний в целях увеличения их капитализации в будущем. В том числе:

- Определиться, что от компании хотят увидеть ее потенциальные инвесторы. Единственный путь для достижения этой цели – создать грамотные социологические исследования индивидуальных и институциональных инвесторов, аналитиков, затрагивающих вопросы относительно тех показателей деятельности, раскрытие которых для них будет иметь решающее значение при выборе компании. Такие опросы необходимо представлять на официальном сайте компании в интернете, с помощью взаимодействия с саморегулируемыми организациями и иными способами. Наличие обратной связи и ее поддержка является отправной точкой на пути к увеличению прозрачности

- Анализировать эти опросы и провести аналогичные исследования среди менеджеров и других работников компании. Работники должны почувствовать, что они тоже могут вложить свой кирпич в тот фундамент, который будет лежать в основе устойчивого развития компании. Каждая новаторская идея должна быть услышана и проанализирована руководством. Мотивация сотрудников должна присутствовать на всем протяжении деятельности компании.

- Собрав воедино опросы внешних и внутренних пользователей, специально созданная для этого группа аналитиков, в том числе и независимых, должна выделить общие наиболее важные показатели, которые компания будет раскрывать. Далее создается модель взаимосвязи нефинансовых и финансовых показателей на основе причинно-следственных связей. Создается система сбалансированных показателей, которая затем внедряется в практику и показывает первые результаты. Методом проб и

ошибок система с каждым годом приносит свои дивиденды в виде увеличения объема продаж и прибыли, а главное – доверия инвесторов.

Веб-сайт должен стать первичным форматом для отображения предоставляемой компанией информацией по сравнению с периодическими изданиями. Информация на сайтах должна быть представлена в удобном для пользователя формате, например в XBRL.

Также необходимо:

- Неукоснительно соблюдать все обязательные требования к раскрытию информации. Санкции за сокрытие информации, налагаемые регулятором, должны быть более строгими. За непредставление и за несвоевременное представление отчетов регулятор обязан наказывать нарушителя в равной степени.

- Создать свой собственный кодекс корпоративного поведения и указать там свою политику в отношении раскрытия информации на ближайшие и отдаленные годы.

- Раскрывать всю негативную информацию, касающуюся ее деятельности, так как эта информация, так или иначе, будет в свое время известна

- Выходить на международные рынки ценных бумаг и увеличивать свою стоимость за счет иностранных инвесторов. Для этого необходимо всю информацию ежедневно показывать как минимум на русском и на английском языках, представлять отчетность в соответствии с МСФО и GAAP.

- Участвовать в рейтингах прозрачности компаний

- Следовать тезису – инвесторам всегда нужно больше информации для принятия решения

Наконец, компания, в лице своего руководства, должна видеть в каждом инвесторе своего «лучшего друга», партнера, встать на его место и проанализировать уровень прозрачности с его стороны.

Следуя всем этим рекомендациям, компания увеличит свою прозрачность, создаст себе репутацию по-настоящему открытой компании и привлечет себе новых долгосрочных инвесторов. Воздействие транспарентности на капитализацию российских компаний пока еще не велико, но это в первую очередь связано с их недостаточной открытостью.

Нужно время для того, чтобы уровень прозрачности повысился. Главное понять, что это не произойдет, если менеджеры компаний не приложут соответствующие усилия и не предпримут меры.

Уверен, что это обязательно случится. Автор со своей стороны будет участвовать в этом процессе.

## Список использованной литературы

- 1) Роберт Дж. Экклз, Роберт Х.Герц, Э.Мэри Киган, Дейвид М.Х.Филлипс: «Революция в корпоративной отчетности – как разговаривать с рынком капитала на языке стоимости, а не прибыли» - Прайсуотерхаус куперс аудит, ЗАО Олимп-бизнес, Москва 2002
- 2) Сэмюэл А. Дипиаза, Роберт Дж. Экклз: «Будущее корпоративной отчетности – как вернуть доверие общества» - Альпина Паблшер, Москва 2003
- 3) Роберт Каплан, Дейвид Нортон «Сбалансированная система показателей» - IBS, ЗАО Олимп-бизнес, Москва 2003
- 4) Ченг Ф. Ли, Джозеф И. Финнерти : «Финансы корпораций»  
Учебник для вузов, Перевод с английского – Инфра-М, 2000
- 5) Hennie van Greuning, Marius Koen: “International Accounting Standards” – The World Bank, 2001
- 6) “Analyzing Banking Risk” –The World Bank, The International Bank for Reconstruction and Development, 2000
- 7) “The development and regulation of Non-bank Financial Institutions” – Jeffrey Carmichael, Michael Pomerleano – The World Bank, The International Bank for Reconstruction and Development, 2002

- 8) Eugene F. Fama “Random Walk in stock market prices”, Financial Analysts Journal, September/October 1965
- 9) Постановления ФКЦБ №19 от 17.09.1996
- 10) Постановления ФКЦБ №8 от 12.02.1997
- 11) Постановления ФКЦБ №31 от 11.08.1998
- 12) Постановления ФКЦБ №32 от 12.08.1998
- 13) Постановления ФКЦБ №7 от 30.09.1999
- 14) Постановление Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 2 июля 2003 г. N 03-32/пс «О раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг»
- 15) Томас П. Карлин, Альберт Р. Макмин : «Анализ финансовых отчетов (на основе GAAP)» - Инфра-М, Москва, 1999
- 16) Е.В. Чиркова: «Действуют ли менеджеры в интересах акционеров? Корпоративные финансы в условиях неопределенности» - Тройка Диалог, ЗАО Олимп-бизнес, Москва, 1999

- 17) «Руководство по использованию финансовой информации» - Ромеш Вэйтилингэм – «Финансы и статистика», Москва, 1999
- 18) Я.М. Миркин : «Рынок ценных бумаг России, воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития» - Москва, Альпина Паблишер 2002
- 19) «Совет директоров в системе корпоративного управления компании» - под редакцией И.В. Костикова – Российский институт директоров, Москва, 2002
- 20) Л.А. Бернштайн: «Анализ финансовой отчетности» - «Финансы и статистика», Москва, 1996
- 21) ФКЦБ «Кодекс корпоративного поведения» - 2002
- 22) Газета "Ведомости", N 174 (974) от 25.09.2003
- 23) Аналитика группы компаний АВК: «Россия 2004, прогнозы и стратегии»
- 24) [www.quote.ru](http://www.quote.ru)
- 25) <http://rating.rbc.ru>
- 26) [www.standardandpoors.ru](http://www.standardandpoors.ru)

27) Eugene F. Fama “Random Walk in stock market prices”, Financial Analysts Journal, September/October 1965



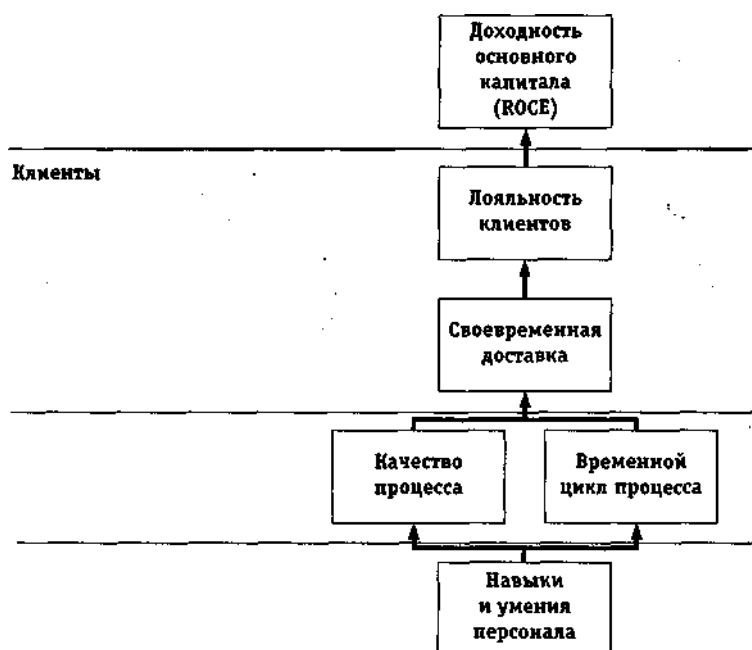
# Приложения

## Приложение 1

Составляющие системы сбалансированных показателей

Финансы

Внутренние бизнес-процессы



Обучение и развитие персонала

Источник: Роберт Каплан, Дейвид Нортона «Сбалансированная система показателей» - IBS, ЗАО Олимп-бизнес, Москва 2003

## Приложение 2

## Пример использования Системы Сбалансированных показателей в банковской корпорации Metro Bank (название изменено в целях конфиденциальности)

Metro Bank – это отделение одной из крупнейших банковских корпораций, возникшей в результате слияния двух больших конкурентоспособных банков. Оно насчитывает более 10 000 служащих, доля рыночных вкладов составляет 30% всего рыночного объема, а годовой доход – 1 млрд. долларов. Председатель Metro Bank начал использовать ССП с 1993 года, для того чтобы распространить на влившийся банк, обслуживающий мелкую клиентуру, новую стратегию, акцент которой переместился с оказания услуг, ориентированных на проведение сделок, на предложение полного спектра финансовых продуктов и услуг целевому сегменту потребительского рынка.

Metro Bank столкнулся с двумя проблемами: 1) чрезмерный акцент на один вид услуг — депозитные счета и 2) структура издержек, которая делала неприбыльным обслуживание 80% клиентов при существующих процентных ставках. Банк разработал стратегию, состоящую из двух направлений.

1. Рост доходов. Стабилизировать поступление доходов за счет расширения источников их получения посредством предоставления клиентам дополнительных услуг.

2. Производительность. Увеличить эффективность операций за счет перевода неприбыльных клиентов на более экономичные формы обслуживания (например, электронную).

Сбалансированная система показателей банка была разработана в соответствии с этой стратегией. Особое внимание было уделено изучению тех причинно-следственных связей, на которых основывалась вся стратегия.

Малком Болдридж (Malcolm Baldrige) — министр торговли США (1981—1987), особое внимание уделял вопросам качества во всех сферах хозяйственной деятельности; в его честь названа премия, которую ежегодно вручает президент США самым эффективным предприятиям различных отраслей.

Стратегия:

Стратегия роста доходов

Укрепить стабильность за счет расширения источников дохода от имеющейся клиентской базы

Стратегия эффективности

Поднять эффективность операций путем перевода клиентов на более экономичные способы обслуживания

Финансовая составляющая

Увеличение рентабельности

Расширение структуры доходов

Клиентская составляющая

Повышение нашего авторитета как финансового консультанта  
в глазах клиентов

Составляющая внутренних бизнес-процессов

Изучение сегментов потребительского рынка	Разработка новых продуктов	Организация перекрестных продаж
--	-------------------------------	---------------------------------------

Составляющая обучения и развития

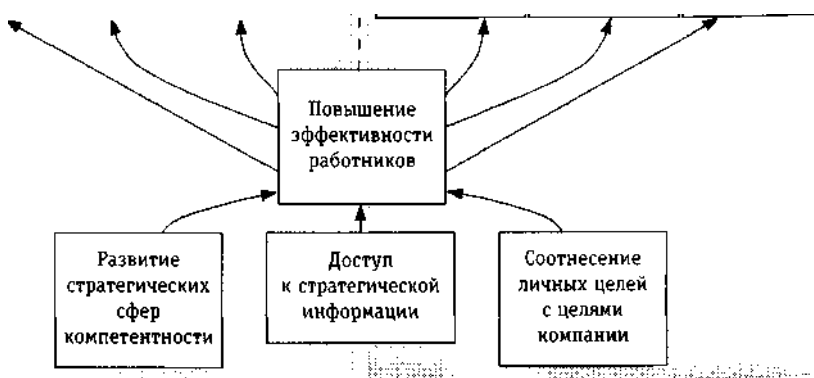
Повышение эффективности операций

Повышение степени удовлетворенности клиентов достижением высочайшего уровня обслуживания

Переход на более эффективные способы обслуживания

Минимизация проблем

Обеспечение оперативности ответов на запросы



### Стратегия Metro Bank

Компания, проанализировав свою клиентскую базу, определит тех, кто будет пользоваться новыми услугами, а затем станет продавать новые услуги этой целевой категории потребителей. Однако после анализа клиентской составляющей выяснилось, что целевые клиенты не рассматривали банк как источник более широкого спектра услуг. В частности, они не ожидали предложений участвовать во взаимных фондах, пользоваться кредитными картами, кредитами на недвижимость и финансовым консультированием. Было принято решение изменить представление клиентов о банке как об операторе депозитных счетов и создать его новый имидж финансового консультанта.

После определения финансовой цели — расширение источников доходов — и формулирования нового предложения потребительской стоимости — создание авторитета надежного финансового консультанта — началась работа над составляющей внутренних бизнес-процессов. Были выделены три многофункциональных процесса: 1) изучение потребностей клиента, 2)

разработка новых продуктов и услуг и 3) перекрестные предоставления новых услуг. Каждый из них должен был видоизменяться в зависимости от новых требований стратегии. Например, реклама традиционно доминировала над процессом обслуживания. Хорошая реклама плюс удобное расположение банка привлекали клиентов. Персонал активно помогал им в открытии счетов и предоставлял все сопутствующие услуги. Культуры обслуживания у банка не существовало. Фактически только серьезное исследование показало, что всего лишь 10% своего времени сотрудники отдела по работе с клиентами тратили на непосредственное общение с ними. Банк разработал специальную программу по перестройке процесса предоставления услуг. Новый подход предполагал изменение роли менеджера банка: теперь он наделялся функциями финансового консультанта. В сбалансированную систему были включены два показателя этого процесса. Коэффициент обслуживания (среднее число услуг, оказанных клиенту, — отсроченный показатель) оценивал эффективность сервиса. Второй параметр (количество часов, проведенных с клиентом, — опережающий показатель) свидетельствовал о принятии новой культуры обслуживания сотрудниками банка. Достичь результатов, соответствующих новой стратегии, невозможно без личного общения менеджера с клиентом.

Следующая естественная ступень — это определение факторов, способствующих повышению эффективности персонала для успешной реализации стратегии роста доходов. Составляющая обучения и развития ССП определила необходимость 1) для менеджеров отдела по работе с Клиентами развить свои компетенции как финансовых консультантов с более полным знанием новых услуг, 2) более совершенного доступа к Информации (интегрированные данные о клиентах) и 3) пересмотра системы стимулирования персонала, наделенного новыми функциями. Отсроченными показателями служили эффективность, среднее число Продаж на одного менеджера, а также результаты опросов персонала, предназначенных для определения степени удовлетворенности своей деятельностью.

Опережающие индикаторы показывают основные изменения, которые необходимо провести в кадровой сфере: 1) повышение квалификации и переобучение — коэффициент стратегического переобучения, 2) расширение доступа к средствам информационных технологий и базам данных — коэффициент доступности стратегической информации и 3) приведение личных целей и задач работников в соответствие со стратегией банка.

Все эти показатели составили основу для создания совершенно нового процесса управления. Например, рассмотрим такой показатель, как коэффициент стратегического переобучения. Для реализации любой новой стратегии, в том числе и стратегии Metro Bank, неизбежно требуется переобучение персонала. Соответствующие знания и навыки работников можно представить либо как активы (если они имеются), либо как пассивы (если их нет). Развитие областей компетентности — обычно самый длительный процесс, от которого во многом зависит успех стратегии. На наш взгляд, наиболее эффективный и, кстати, обманчивый в своей кажущейся простоте показатель наличия стратегических знаний и навыков формулируется из обобщенного ответа на вопросы: какие сферы компетентности необходимы? Чем мы располагаем в данный момент? Насколько велик разрыв между тем, что есть, и тем, что требуется? Коэффициент стратегического переобучения и определяет этот стратегический пассив. При том, что данный показатель является очень важным и одновременно простым, немногие организации способны его сформулировать, поскольку их кадровые системы и системы планирования не могут дать ответы на три приведенных выше вопроса. Если же этот показатель определен, то иногда приходится полностью пересмотреть процесс развития персонала компании. Логика определения стратегических приоритетов и их показателей привела к пересмотру принципов управления процессом реализации стратегии. Если бы не сбалансированная система показателей и логика, на основе которой она строится, предприятия, скорее всего, не смогли бы так оперативно решать проблему нехватки ква-

лифицированного персонала.

В таблице сведены воедино цели и показатели (отсроченные и опережающие индикаторы) сбалансированной системы Metro Bank. Неудивительно, что параметры финансовой и клиентской составляющих содержат не так много опережающих индикаторов, поскольку большинство их сосредоточены в двух других составляющих ССП — внутренних бизнес-процессов и обучения и развития. Рисунок 7.1 и таблица 7.1 иллюстрируют ССП, построенную на основе причинно-следственных связей, конечной целью которой всегда является улучшение финансовой деятельности предприятия.

Стратегическая цель  
Развитие сфер компетентности, необходимых для успешного обслуживания

Стратегический показатель результата(отсроченный индикатор)	Фактор достижения результатов(опережающий индикатор)	Стратегическая инициатива
Доход на одного сотрудника	Коэффициент стратегического переобучения	Пересмотр процесса развития персонала
Число услуг, оказанных одним		1. Определение стратегических специальностей

менеджером отдела по работе с клиентами		
		<p>2. Определение необходимых областей компетентности</p> <p>3. Оценка уровня имеющегося персонала</p> <p>4. Составление прогноза требуемых специальностей</p> <p>5. Определение «узких мест»</p>
		<p>6. Составление плана развития персонала</p>

### ***Компания National Insurance***

Важность взаимосвязи между показателями результатов и факторами их достижения, вероятно, наиболее ярко можно продемонстрировать на примере компаний, занятых в страховом бизнесе. Страхование — это информационно насыщенная отрасль, характерной чертой которой являются длинные временные разрывы между принятием решения и соответствующим результатом. Например, эффективность основного действия страхования — оценки риска и назначения стоимости возмещения — неизвестна до тех пор,



пока не будут выдвинуты и урегулированы соответствующие претензии. Решение страхового случая может занимать от двух до пяти лет, а в особых случаях может тянуться десятилетиями. В таких ситуациях для мотивации и оценки деятельности бизнес-единиц абсолютно необходимо комплексное сочетание показателей результатов и факторов их достижения.

Одна из крупнейших страховых компаний, National Insurance в течение 1980—1990 годов постоянно имела неудовлетворительные результаты деятельности. Для исправления ситуации была приглашена новая команда менеджеров. Предложенная ими стратегия состояла в том, чтобы уйти от общего подхода (предоставление полного пакета услуг всем сегментам рынка) и переориентировать деятельность на более специфические сферы:

Стратегические цели - Стратегические показатели - Отсроченные индикаторы - Опережающие индикаторы- Финансовая составляющая - Увеличить рентабельность - Расширить структуру доходов - Сократить издержки – ROI - Рост доходов - Изменение издержек обслуживания депозитных счетов - Структура доходов - Клиентская составляющая

- Увеличить степень удовлетворенности клиентов за счет расширения ассортимента услуг и повышения уровня обслуживания

- Увеличить степень удовлетворенности клиента после обслуживания

Компания решила внедрить в практику открытие следующих показателей:

Доля сегмента рынка

Качество взаимоотношений с клиентами

Сохранение клиентской базы

Опросы клиентов

Составляющая внутренних бизнес-процессов

Создавать инновационные услуги

Осуществлять перекрестное обслуживание

Перевести клиентов на более экономичные способы обслуживания

Минимизировать операционные проблемы

Гибкое обслуживание

Изменение структуры форм обслуживания

Показатель количества ошибок при обслуживании

Время выполнения запросов

Цикл разработки услуги

Число часов, проведенных с клиентом

Составляющая обучения и развития

Развитие стратегических областей компетентности

Предоставление стратегической информации

Соотнесение личных целей с целями банка

Коэффициент стратегического переобучения

Коэффициент доступности стратегической информации

Соотнесение личных целей с целями банка (%)

Удовлетворенность персонала

Доход на одного сотрудника

Источник: Роберт Каплан, Дейвид Нортона «Сбалансированная система показателей» - IBS, ЗАО Олимп-бизнес, Москва 2003

## Приложение 3

### *Использование системы показателей в государственных и некоммерческих предприятиях*

Возможности сбалансированной системы показателей для совершенствования управления государственными и некоммерческими организациями еще более широки, чем для предприятий частного сектора. Для последних финансовая составляющая четко определяет долгосрочные цели, а для государственных и некоммерческих организаций — наоборот, ограничения. Эти предприятия должны четко соизмерять свои затраты с бюджетом. Но их успех определяется вовсе не тем, насколько точно они «уложились» в бюджет или сэкономили. Факт перерасхода бюджетных средств на 0,1% или, наоборот, экономии 10% не может служить показателем успешной деятельности.

Показатель успеха государственных и некоммерческих организаций — это эффективность, с которой они действуют на своих территориях и в соответствующих группах населения. Цели в этом случае должны иметь реальный осязаемый результат, тогда как финансовые соображения могут носить вспомогательный или ограничительный характер, но ни в коем случае не являются приоритетом.

С недавних пор в мире наметилась тенденция, в соответствии с которой правительственные организации обязаны все более строго отчитываться перед налогоплательщиками. Многие государственные функции переданы частным компаниям или ликвидированы вовсе. В результате инициативы Президента США, осуществление которой проводилось под руководством вице-президента Альберта Гора, появился документ под названием «National Performance Review» (NPR, «Анализ государственной деятельности»), особо

подчеркивающий важность оценки деятельности правительственных организаций и их ориентированности на граждан. В основной части NPR, посвященной повышению роли работников с целью получения результатов, представлены некоторые рекомендации правительственным организациям по определению показателей деятельности.

- Все организации должны разработать и использовать систему оценки деятельности и отчетности.
- Четко разъяснять цели федеральных программ.
- Президенту и главам министерств и ведомств следует разработать соглашения об итогах деятельности.

В документе признавалось:

Не каждого обрадует данная инициатива. Возникнут проблемы с разработкой критериев. Как правило, государственные служащие не ориентированы на итоги своего труда. Во-первых, в силу сложившихся условий они думают о самом процессе, а не о результате. Во-вторых, разработка показателей — не такое легкое дело. Следовательно, налицо тенденция оценивать объем работы, но не ее результат. Служащий полагает, что если он много работает, то делает все возможное. Государственным организациям потребуется несколько лет для того чтобы разработать оптимальную систему показателей и соответствующую систему отчетности.

Одной из первых применила рекомендации NPR группа контроля оценки деятельности (Performance Measurement Action Team, PMAT), созданная под эгидой Федеральной исполнительной ассоциации закупок (Procurement Executive Association, PEA) для оценки качества снабжения в таких правительственных организациях, как министерства финансов, транспорта, торговли, здравоохранения, а также Управление службы общего назначения и монетного двора. Задача PMAT состояла в том, чтобы «оценить состояние системы снабжения и разработать стратегию и рекомендации по оценке закупочной деятельности данных организаций». Для этого были

проведены опросы граждан и сотрудников, собраны ценные статистические данные по системе закупок в целом, руководители служб закупок дали самооценку своей деятельности. Основываясь на этом исследовании, РМАТ разработала Систему Сбалансированных Показателей, содержащую традиционные четыре составляющие и дополнительную пятую: «расширение полномочий служащих», что подчеркивало ту особую роль, которую должны играть федеральные служащие в новой системе правительственных организаций, ориентированных на граждан.

Специальная группа РМАТ рекомендовала сбалансированную систему показателей, потому что:

Она определяет высокоэффективные показатели, легка и оптимальна в использовании, сбалансирована и сфокусирована прежде всего на выявлении недостатков. Система ориентирована на клиента и многофункциональна, что расширяет возможности контроля. Она дает шанс подразделениям по закупкам самим принимать решения и совершенствовать свою деятельность, а не ждать указаний сверху. Она предоставляет способ сравнения качества оказываемых услуг в соответствии с задачей стать лучшими.

Если говорить о муниципальных правительствах, следует заметить, что, например, в городе Саннивейл, штат Калифорния, уже в течение 20 лет выпускается годовой отчет, в котором отражены основные цели и показатели деятельности в сравнении с бюджетными нормами для муниципальных служб. Для каждого департамента город определяет задачи, критерии уровня обслуживания населения и получения ими благ, а также параметры выполнения поставленных задач. Пример использования составляющих в госпредприятии:

*Финансовая составляющая*

<i>Цели</i>	<i>Показатели</i>
Максимальная ценность при минимальных затратах	Коэффициент затрат
Максимальная экономия	Экономия как результат выгодных закупок
Своевременная оплата	Неоплаченные штрафы
Максимальная производительность	Коэффициенты

<i>Клиентская составляющая</i>	
Цели	Показатели
Своевременность	Своевременная поставка по требованию клиента

Качество	Качество товара/услуги в соответствии с требованиями клиента
Обслуживание/ Партнерство	Ответная реакция в соответствии с требованиями клиента

<i>Составляющая расширения полномочий служащих</i>	
<i>Цели</i>	<i>Показатели</i>
Качество рабочей силы	Самооценка
Качество условий работы	Оценка качества условий работы самими служащими
Руководство	Оценка качества и единства руководства самими служащими

<i>Составляющая внутренних бизнес-процессов</i>
---

<i>Цели</i>	<i>Показатели</i>
Достижение превосходства	Оценка внутренней системы качества
Точный, своевременный и эффективный сбор информации	Оценка управления информационными системами
<b><i>Составляющая обучения и развития</i></b>	
<i>Цели</i>	<i>Показатели</i>
Отвечать настоящим целям организации	Самооценка постоянного совершенствования
Отвечать будущим целям организации	Самооценка стратегического/тактического планирования

В сентябре 1995 года в городе Шарлотт, штат Северная Каролина, был опубликован годовой отчет по выполнению муниципальной ССП. Впервой его части говорилось о наиболее значимых достижениях в 1995 финансовом



году в пяти основных областях:

- безопасность населения;
- город в городе (целевые местные инициативы);
- реструктуризация правительства (введение системы соревнования и управления активами в городских организациях);
- экономическое развитие;
- транспорт.

Вторая часть отчета подводила итоги в соответствии с четырьмя составляющими: клиентской, финансовой, внутренней эффективности, инноваций и обучения. Ниже приводим цели и показатели этих составляющих.

Услуги: предоставлять жителям города Шарлотт услуги высочайшего качества

Состояние:

- Удовлетворенность информацией о новых услугах по вывозу мусора- 89%.
- Жители города удовлетворены работой пожарных служб.
- Рейтинг департамента планирования составляет 95,3% (результат рассмотрения более 41 000 запросов).
- Руководство аэропорта организовало специальное обучение по улучшению обслуживания для водителей автобусов-челноков для перевозки пассажиров; опрос пассажиров свидетельствовал об их благосклонной реакции.
- Доходы от транспортных услуг (количество перевезенных пассажиров в час) на 25—35% больше, чем в сопоставимых городах.
- Из 36 000 запросов в департамент транспорта не удовлетворены только 26 (менее 0,01%); они были направлены в мэрию.

Финансовая подотчетность: эффективно распоряжаться денежными средствами города.

Состояние:

- Система водоснабжения и канализации города занимает четвертое место по стоимости среди 13 сопоставимых городов. Годовое повышение тарифов — на 25% ниже запланированного.

- Стоимость услуг по сбору твердых отходов городскими службами сопоставима с самой низкой стоимостью услуг четырех крупнейших национальных компаний. Количество простоев по причине несчастных случаев сократилось до 60%, что составило экономию 130 000 дол.

- Издержки содержания департамента планирования на душу населения были самыми низкими в сравнении с шестью сопоставимыми городами.

- Система оказания страховой медицинской помощи была усовершенствована, что дало экономию 238 000 дол.

Эффективность внутренних процессов:

продолжать совершенствование системы обслуживания в рамках бюджета за счет повышения производительности

Состояние:

- Постоянно увеличивалась производительность работы коммунальных служб.

- Кадровая служба ввела автоматизированную систему оплаты труда, сократив количество ошибок и оплату за переработку; улучшилось качество отчетов об отсутствии персонала на рабочем месте, в том числе и по болезни.

- Повысилась эффективность работы технического, транспортного,

авиационного департаментов, а также департамента имущества и переработки твердых отходов: были проведены сокращение штата, перестройка нескольких ключевых процессов и передача многих функций внешним подрядчикам.

Иновации и обучение: изучать новые продукты и процессы с целью улучшения нашей деятельности в будущем.

Состояние:

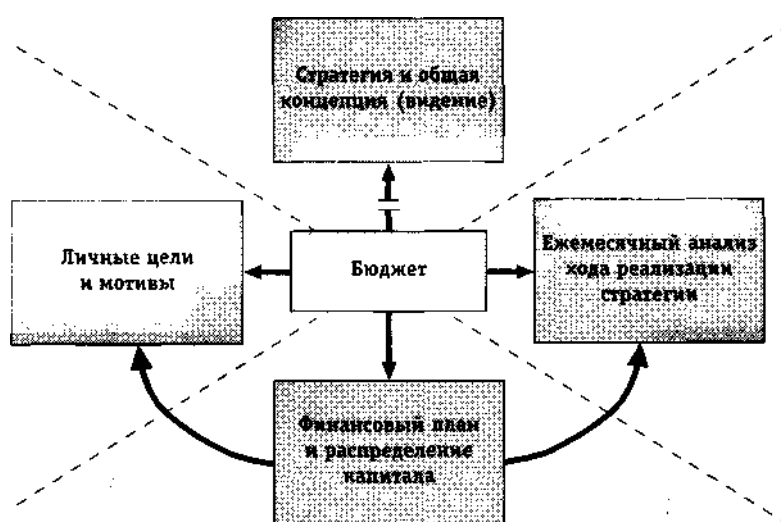
- Организован новый отдел информационных транспортных систем (информация о «пробках», перекрытых улицах, статусах различных проектов, вакансиях, состоянии городских служб).
- Введена система анализа и оценки хозяйственной деятельности (для городских департаментов).
- Продолжалось изучение новых инициатив по профилактике преступности.
- Разработан план повышения производительности при сокращении рабочей силы.
- В результате проведения переобучения повышение уровня квалификации составило 51%.

Источник: Роберт Каплан, Дейвид Нортон «Сбалансированная система показателей» - IBS, ЗАО Олимп-бизнес, Москва 2003

## Приложение 4

### Барьеры на пути к реализации стратегии

1. Концепция и стратегия компании невыполнимы
2. Стратегия не связана с индивидуальными целями и целями подразделений



3. Стратегия не связана с распределением ресурсов
4. Обратная связь: тактическая, но не стратегическая

Источник: Роберт Каплан, Дейвид Нортон «Сбалансированная система показателей» - IBS, ЗАО Олимп-бизнес, Москва 2003

## Приложение 5

### *Пример воздействия прозрачности компании на уровень ее капитализации*

Компания Swiss Re- одна из ведущих в мире перестраховочных компаний из швейцарии. В 1998 г. Компания PricewaterhouseCoopers согласилась провести для нее исследование: «Что такое отчетность о стоимости для рынка капитала?». Руководители компаний проявляли сильную заинтересованность в усилении информационной прозрачности, которую компания начала внедрять с 1994 года.

Компания разработала сбалансированную оценочную ведомость для внутренних целей и дополнила свою систему отчетности общепринятыми в США принципами бухгалтерского учета (GAAP).

В тесном сотрудничестве с представителями Swiss Re и со служащими ее отдела по связям с инвесторами PWC составила вопросник, куда вошли 56 показателей деятельности, разбитые на 5 групп:

- 1) финансы
- 2) управление капиталом
- 3) потребители/рынки
- 4) организация/процессы
- 5) людские ресурсы

К завершению исследования было привлечено 13 руководителей, 29 аналитиков и 42 институциональных инвестора, владеющих 58% акций.

Результаты опроса:

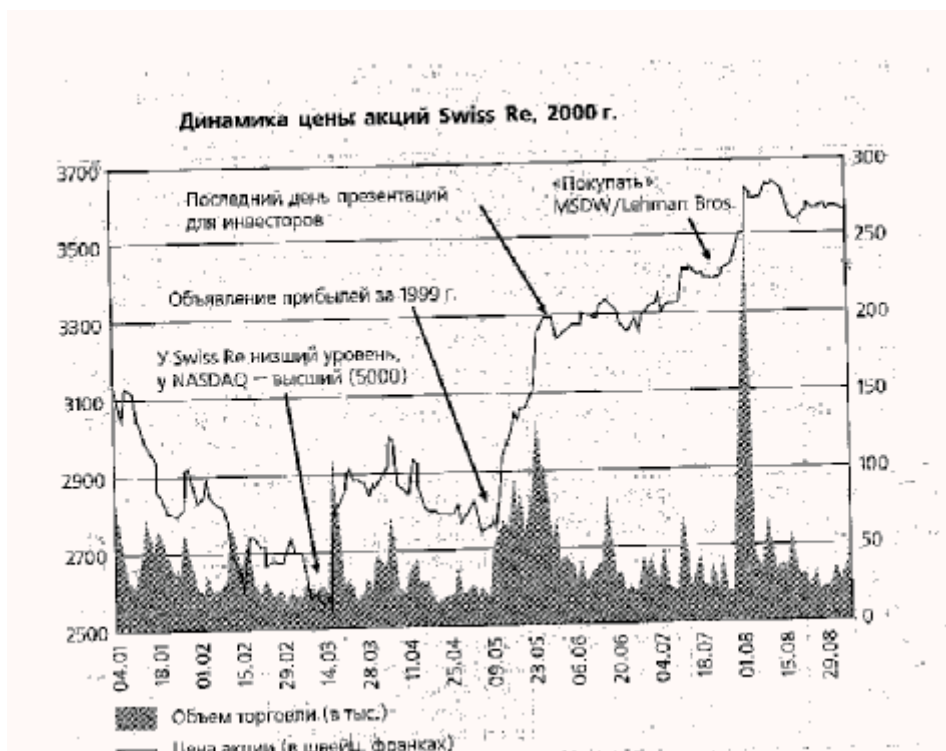
- руководство расценивало все 5 групп показателей как одинаково важные
- руководство придавало нефинансовым показателям большее значение, нежели аналитики и инвесторы
- аналитики и инвесторы менее всего удовлетворены поступающей им информацией об управлении капиталом
- все группы опрошенных единодушно усматривали крупные выгоды в большей информационной открытости и прозрачности: укрепление доверия к менеджменту, повышение цены акций, рост числа долгосрочных инвесторов, уменьшение затрат на капитал

Исследование выявило 3 важных финансовых показателя, по которым, как признало и само руководство, Swiss Re предоставляло рынку слишком мало информации, несмотря на очевидную всем заинтересованность в них рынка: экономическая прибыль, капитал, скорректированный на риск, и внутренняя стоимость. Внутренняя стоимость, особенно приведенная стоимость портфеля договоров на страхование жизни, особенно важна для страховых компаний, занимающихся страхованием жизни. Компания наладила более широкомасштабную систему оценки этого показателя.

В августе 2000 руководители рассмотрели программу, рассчитанную на 18 месяцев, по внедрению новых видов информации, новых путей ее распространения и более активных взаимоотношений с инвесторами.

Посмотрим, как внедрение новой системы отчетности повлияло на капитализацию компании:

В 1996 году цена акций компании была 1429 швейц. франков., в 1998 – уже 3581 швейц. франк. Затем вследствие изменчивости страхового рынка 9 мая 2000 перед объявлением прибыли за 1999 год цена акций упала до 2800 швейц. франков. Но к концу августа 2000 ее акции опять продавались по цене около 3500 шв. фр., достигнув высшего уровня 3808 шв. фр. в середине ноября 2000.



За это время уровень информационной открытости компании повысился во многих отношениях, включая опубликование впечатляющих данных об управлении издержками, а также целевых нормативов деятельности в разных единицах измерения. Такая содержательная прозрачность сопровождалась трудоемким процессом расширения формальных связей, в котором участвовали руководители компании. Только за май 2000 года за 10 встреч они встретились в общей сложности со 162 инвесторами и аналитиками для обсуждения результатов и планов компании и для ответа на возникшие вопросы.

В этот период внешняя среда благоволила компании. На рынке царили ожидания, что Федеральная Резервная Система США остановила рост процентных ставок, а это явно на пользу акциям финансовых компаний. К тому же имелись отчетливые признаки того, что в страховой отрасли, кроме страхования жизни, грянет рост цен.

У руководителей Swiss Re была уверенность, что благоприятные внешние условия, хорошие результаты деятельности компании и улучшенная отчетность приведут к росту цены акции. И хотя точный вес каждого фактора был неизвестен, руководители были уверены, что улучшенная прозрачность поможет компании извлечь все преимущества из хорошей работы и удачных внешних обстоятельств.

Источник: Роберт Дж. Экклз, Роберт Х.Герц, Э.Мэри Киган, Дейвид М.Х.Филлипс:

«Революция в корпоративной отчетности – как разговаривать с рынком капитала на языке стоимости, а не прибыли» - Прайсуотерхаус куперс аудит, ЗАО Олимп-бизнес, Москва 2002, стр.40