

Тема статьи – условия выхода предприятий на рынки долгосрочных заимствований. Для их получения предприятия предварительно должны провести определенную работу, включающую перестройку финансовой отчетности по международным стандартам, принятие Кодекса корпоративного управления и Положения по информационной политике, и предоставить рейтинговым и аналитическим агентствам максимально полную информацию о своей деятельности.

---

# Транспарентность как условие выхода российских предприятий на рынки долгосрочных заимствований

**Л. Г. КУЗНЕЦОВА,**  
кандидат экономических наук,  
Тихоокеанский государственный университет,  
Хабаровск

## Заемное финансирование

Выход компаний на финансовые рынки в качестве потенциальных заемщиков требует соблюдения определенных правил и стандартов поведения. Эти правила и стандарты различаются в зависимости от способа привлечения денежных ресурсов.

Наиболее простым и доступным для многих предприятий вариантом заемного финансирования является банковский кредит. Для его получения требуется выполнение двух условий: иметь показатели баланса, которые позволили бы банку сделать положительный вывод о кредитоспособности предприятия, и владеть достаточным по стоимости и ликвидности имуществом для передачи банку в качестве залога. Сравнительно простые и понятные процедуры получения банковского кредита сделали этот способ привлечения денег весьма распространенным. Но все же банки в силу

© ЭКО 2006 г.



российских макроэкономических условий не имеют возможности предоставлять кредиты на длительные сроки.

«Длинные» деньги можно привлечь через выпуск и продажу облигаций. Однако на рынке облигационных займов действуют более сложные правила, следование которым предполагает не только наличие хороших показателей баланса заемщика, но и его умение работать в ином, открытом для инвесторов-владельцев облигаций, информационном режиме.

Еще более жестким правилам получения денежных ресурсов подчинен фондовый рынок – там чужие деньги привлекаются не в заём, а в качестве доли в капитале. Меняется и статус владельца денег: из кредитора он превращается в собственника, совладельца предприятия, и в этом новом качестве требует от предприятия подчинения другим стандартам и правилам поведения, объединяемым понятием «транспарентность».

Сказанное определяет актуальность проблемы транспарентности для российских предприятий и организаций, которые в целях расширения и модернизации своего бизнеса нуждаются в долгосрочном финансировании и заняты в соответствии с этим поисками выхода на рынки облигаций и акций.

## Особая отчетность

Реализация транспарентности – это, прежде всего, предоставление инвесторам различной корпоративной отчетности. Есть три основных стандарта финансовой отчетности: российские стандарты; международные стандарты – МСФО и американские правила отчетности – US GAAP. Некоторые российские предприятия вынуждены составлять все три вида отчетности: для представления в российские налоговые органы, на рассмотрение зарубежных инвесторов и в Комиссию по ценным бумагам и биржам США в случае, если предприятие имеет обращающиеся на американских рынках долговые расписки – ADR. При этом нельзя сказать однозначно, что действующие стандарты российской отчетности хуже международных, но международные стандарты в

большей степени приспособлены для того, чтобы отражать реальную картину происходящего на предприятии.

Вместе с тем проблема достоверности доступных для инвесторов балансов и отчетов существует для любых стандартов отчетности. Финансовые потоки компаний зачастую заперты так глубоко, что недоступны не только для рядовых инвесторов. Даже крупные акционеры, имеющие значительные доли в капитале акционерного общества и в силу этого входящие в состав правлений и советов директоров, получают финансовую отчетность, неадекватно отражающую действительное состояние дел в компании. В качестве примера можно упомянуть о скандале, случившемся в 2001 г. с американской энергетической компанией Enron. Она представляла неверные сведения своим акционерам, что повлекло официальное расследование методов ведения корпоративных финансовых отчетов в США<sup>1</sup>.

Случай с Enron позволяет сделать вывод, что в любой финансовой отчетности возможно манипулирование показателями, и потому понятие транспарентности должно подразумевать не только самую полную и подробную отчетность о деятельности предприятия, но еще должно быть дополнено принципами корпоративного управления, защищающими права инвесторов.

Совершенствование национального законодательства и улучшение практики корпоративного управления во многих странах ведется на основе Принципов корпоративного управления ОЭСР, принятых в мае 1999 г. Вошедшие в этот документ положения, отражающие опыт государств-членов ОЭСР, были разработаны при участии международных юридических организаций, инвесторов и представителей деловых кругов. В России распоряжением ФКЦБ № 421 /р от 4 апреля 2002 г.<sup>2</sup> рекомендован к применению Кодекс кор-

---

<sup>1</sup> О скандале с Enron можно прочитать, помимо газетных публикаций, в: Прививка от Enron: Практическое руководство по организации комитета по аудиту, внутреннего контроля и внутреннего аудита в АО. М.: Альпина Бизнес Букс, 2005.

<sup>2</sup> На настоящее время ФКЦБ – Федеральная комиссия по ценным бумагам, преобразована в ФСФР – Федеральную службу по финансовым рынкам. Однако все распоряжения ФКЦБ, в том числе упоминаемые в тексте, остаются действующими.

поративного поведения, включающий некоторые положения вышеназванного документа. Несмотря на рекомендательный характер Кодекса, компании не могут игнорировать его рекомендации, так как этим же распоряжением ФКЦБ им предписано в годовых отчетах обязательно указывать, следует ли АО положениям Кодекса и каким именно.

Кроме того, еще одним распоряжением (от 18 июня 2003 г.) ФКЦБ утвердила Методические рекомендации по осуществлению организаторами торговли контроля за соблюдением акционерными обществами положений Кодекса. В соответствии с ними биржам рекомендовано включать в котировальные листы «А» первого уровня ценные бумаги только тех компаний, у которых разработаны и утверждены советом директоров специальные правила по раскрытию информации для инвесторов (Положение об информационной политике).

Вдобавок согласно российскому корпоративному законодательству информация о компании должна быть легко доступна для любого инвестора, поэтому все виды отчетности, составляемые для регулирующих органов, российские АО размещают на корпоративных сайтах (в соответствии с новым положением ФСФР по раскрытию информации на рынке ценных бумаг срок, в течение которого ежеквартальный отчет эмитента должен быть доступен на его сайте в Интернете, увеличен с 6 до 12 месяцев).

В настоящее время руководители многих российских предприятий понимают и принимают важнейшие условия выхода на рынки долгосрочных заимствований и готовы работать в условиях информационной открытости. Однако данное утверждение касается главным образом облигационных заимствований.

### Облигация акции рознь

В ВВП России объем корпоративных облигаций в 2001 г. занимал всего 0,74%. Для сравнения заметим, что в 2001 г. аналогичный показатель в Эстонии составлял 3,9%, в Казахстане – 2,58%, в Латвии – 1,02%. В остальных странах бывшего СССР доля этого рынка в ВВП страны, как и в

России, не превышала 1%. Для сравнения отметим, что в странах с высокоразвитыми рынками ценных бумаг доля корпоративных облигаций составляет не менее 10% от ВВП, а в Дании, США, Исландии достигает 70–80% ВВП<sup>3</sup>.

Анализ динамики российского рынка корпоративных облигаций показывает, что в 1999 г. этот рынок в России фактически отсутствовал, за исключением единичных случаев эмиссии облигаций некоторыми нефтяными компаниями. В 2000–2001 гг. рынок настолько активизировался, что финансовые аналитики называли корпоративные облигации «хитом года»<sup>4</sup>, а в 2004 г. доля этих облигаций на рынке облигационных займов достигла 50% (табл. 1).

Таблица 1

**Объем рынка облигаций России за 2004 г.\***

| Облигации                                  | Всего объем оборотов |           | В том числе:          |                     |
|--|----------------------|-----------|-----------------------|---------------------|
|  | млрд руб.            | % к итогу | Биржевой рынок (ММВБ) | Внебиржевой рынок** |
| Государственные облигации (Минфина РФ)     | 226,90               | 18,00     | 226,90                | –                   |
| <i>В том числе:</i>                        |                      |           |                       |                     |
| ГКО  | 3,54                 | 0,28      | 3,54                  | –                   |
| ОФЗ  | 223,36               | 17,72     | 223,36                | –                   |
| Негосударственные облигации                | 1028,40              | 82,00     | 664,30                | 364,1               |
| <i>В том числе:</i>                        |                      |           |                       |                     |
| корпоративные (198 выпусков 160 эмитентов) | 638,70               | 50,00     | 388,30                | 250,4               |
| региональные (61 выпуск 25 эмитентов)      | 389,70               | 32,00     | 276,00                | 113,7               |
| Итого:                                     | 1255,30              | 100,00    | 891,20                | 364,1               |

\* Источник: www. cbonds, info

\*\* Внебиржевой оборот облигаций Минфина РФ, представленный облигациями внутреннего валютного займа, будет рассмотрен далее по тексту.

<sup>3</sup> Данные по рынку корпоративных облигаций приведены по: *Лялин С.* Рынки корпоративных облигаций в странах СНГ // РЦБ. 2002. № 12. С. 35–38.

<sup>4</sup> Объем корпоративных облигационных займов в 2000 г. в РФ составлял 1,38 млрд дол., в 2001 г. – 2,23 млрд дол. Источник цифр: РЦБ. 2002. № 12. С. 36.

В отличие от облигаций, привлечение денег на открытых рынках за счет выпуска акций не является для предприятий распространенным способом долгосрочного финансирования. Данное обстоятельство обусловлено различиями в последствиях облигационного и акционерного привлечения чужих денег.

Облигации служат всего лишь инструментом перераспределения свободных денег в экономике. Акции же – это еще инструмент перераспределения собственности и власти в акционерном обществе. Владение этим видом ценных бумаг предполагает изолированную систему прав на собственность компании и многоуровневый многосторонний порядок ответственности за деятельность эмитента акций, дающий возможность войти в процесс управления производством большому числу участников.

### Конфликт интересов

Многоуровневая ответственность за деятельность акционерных обществ часто приводит к несовпадению интересов собственников и высшего менеджмента компаний. Единственный способ решения этой проблемы – создание корпоративного законодательства, которое бы четко зафиксировало сферы компетенции управляющих и их ответственность за достоверность информации, предоставляемой собственникам. Создание нормативной базы, регулирующей деятельность корпораций в аспекте общественных интересов и интересов акционеров, является первоочередной задачей органов управления российским фондовым рынком.

Подчеркну, что именно процессы перераспределения собственности с помощью акций вынуждают руководителей предприятий крайне осторожно подходить к долгосрочным заимствованиям через публичную эмиссию акций. По этой причине акции составляют незначительную долю в финансировании реального сектора экономики. Так, в США в период с 1973 по 1985 гг. фирмы (нефинансовые) финансировали свою деятельность с использованием следующих

внешних источников средств<sup>5</sup>: ссуды (в основном банков) – 61,9%; облигации (и другие долговые ценные бумаги, в том числе простые векселя) – 29,8%; акции – 2,1%; прочие (правительственные займы, иностранные, торговая задолженность) – 6,2%. В других странах, в том числе и в России, где рынки ценных бумаг менее развиты по сравнению с США, объемы заимствований через эти рынки составляют еще меньшую долю (табл. 2).

Таблица 2

**Источники финансирования российских крупных и средних предприятий реального сектора экономики в 2003–2004 гг.\*, %**

| <b>Источники привлеченных средств</b> | <b>2003 г.</b> | <b>2004 г.</b> |
|---------------------------------------|----------------|----------------|
| Кредиты банков                        | 5,38           | 7,04           |
| Заемные средства других организаций   | 13,3           | 9,85           |
| Бюджетные средства                    | 37,7           | 39,69          |
| Средства внебюджетных фондов          | 8,9            | 5,2            |
| Прочие                                | 33,8           | 38,02          |
| В том числе средства от эмиссии акций | 0,92           | 0,2            |
| Итого:                                | 100,0          | 100,0          |

\* **Расчитано по:** РЦБ. 2005. № 13. С. 68.

Приведенные данные показывают, что в США доля акционерного финансирования была в 14,2 раза меньше доли финансирования через долговые ценные бумаги, а в России (2004 г.) – в 49,3 раза. В 2004 г. доля денежного рынка в финансировании развития отечественного реального сектора экономики была в 35,2 раза больше, чем акционерного. Данные таблицы 2 показывают также, сколь незначительна доля банковского сектора в развитии экономики России и как (до сих пор!) велика доля бюджетного финансирования.

## Про IPO

К сказанному добавим некоторые важные моменты, касающиеся осуществляемого в первый раз публичного размещения акций на российском фондовом рынке.

<sup>5</sup> *Мишкин Ф.* Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков. М.: Аспект Пресс, 1999. С. 215.

Продажа первых выпусков акций на открытом рынке, по международной терминологии IPO (Initial Public Offering – первоначальное публичное предложение), происходит в соответствии с определенными канонами, предполагающими ряд мероприятий информационно-рекламного и процедурного характера: аудит финансовой отчетности; комплексную юридическую и финансовую проверку и оценку компании (обычно проводит фирма-посредник, отвечающая за размещение); регистрацию проспекта эмиссии; презентации, встречи, конференции с участием руководства компании-эмитента и фирмы-посредника с приглашением потенциальных инвесторов и представителей средств массовой информации; предварительный сбор заявок на покупку акций и определение на этой основе цены размещения; продажу акций; регистрацию отчета о выпуске акций.

Ключевой момент в этом процессе – определение цены акций. Именно этот момент определит успех или, наоборот, неудачу публичного выпуска первой эмиссии. Иными словами, установленная по рекомендации финансового посредника цена акции может оказаться вполне приемлемой для инвесторов, совпадет с их оценкой бизнеса эмитента, и тогда весь запланированный объем выпуска акций будет продан. Или же, по мнению инвесторов, цена акции окажется завышенной, и эмитенту не удастся быстро продать все запланированные к выпуску акции. Установленная при размещении цена окажет также определяющее воздействие на «ценовую судьбу» этой акции на вторичном рынке.

В период с 1998 г. по 2004 г. включительно на российском фондовом рынке первоначальное публичное размещение акций осуществили только четыре компании: РБК, аптечная сеть «36,6», корпорация «Иркут» и фармацевтический концерн «Калина». Кроме того, на Нью-Йоркской фондовой бирже (NYSE) разместили выпуски акций в виде ADR три российские компании: в 1996 г. «Вымпелком» на сумму 100 млн дол., в 2000 г. «Мобильные ТелеСистемы» на 300 млн дол., в 2002 г. – «Вимп-Билль-Данн» на 200 млн дол. Практически одинаковое количество компаний, осуществивших IPO на российском и американском фондовых рынках, является следствием многих проблем отечественного рынка. Обозначим эти проблемы.



## Изъяны отечественного рынка

Прежде всего, на российском фондовом рынке до сих пор слишком (по сравнению с западными рынками) высоки издержки выхода на рынок, в том числе и налог на эмиссию ценных бумаг<sup>6</sup>. При этом неоправданно высоки риски, связанные с учетом прав на акции<sup>7</sup>. Высокие риски служат причиной, по которой предприятия не хотят осуществлять публичное размещение своих акций, боясь стать потенциальным объектом для «недружественного» поглощения, потерять контроль над собственностью, и поэтому используют достаточно сложные схемы привлечения акционерного капитала. Например, организуют выпуск облигаций, конвертируемых в акции.

Еще одна беда российского фондового рынка – его низкие ликвидность и емкость. На отечественном рынке акции российских компаний зачастую оцениваются ниже, чем на Западе, и в десятки, а то и в сотни раз ниже реальной стоимости активов компаний.

Названные недостатки российского рынка приводят к тому, что в процессе планирования IPO многие российские предприятия ориентируются на американские рынки, хорошо понимая негативные моменты таких шагов. В частности, американское законодательство предъявляет к эмитентам публичных акций в Америке более жесткие требования, чем в России: эмитент обязан раскрыть всю информацию о деятельности предприятия и, в том числе, информацию о составе его собственников. Однако структуре российской собственности присущи многие специфические особенности<sup>8</sup>. Многие российские компании зарегистрированы в офшорах, поэтому требование раскрыть информацию о собственности является для некоторых из них непреодолимым препятствием.

Раскрытие информации о денежных потоках к тому же не позволит предприятию использовать методы налоговой

---

<sup>6</sup> Налог на эмиссию бумаг отменен только с 2005 г.

<sup>7</sup> Напомним, к примеру, о многочисленных скандалах, освещаемых в печати, связанных с двойными списками акционеров.

<sup>8</sup> Например, практически единоличным собственником может оказаться публичный политик, для которого раскрытие этого факта будет означать потерю имиджа «народного заступника».

оптимизации. Трудновыполнимо для многих эмитентов еще одно требование, а именно: сумма прибыли предприятия до налогообложения, или показатель оборотного капитала (operating cash flow), за последние три года должны составлять не менее 100 млн дол., вдобавок к тому, что предприятие обязано иметь трехлетнюю историю аудита по американским стандартам финансовой отчетности (US GAAP).

Названные трудности, препятствующие выходу российских эмитентов на американский рынок, в сочетании с существующими проблемами российского рынка частично объясняют незначительность доли акционерного финансирования в общем объеме привлекаемых российскими компаниями денежных ресурсов. Ориентация на западные рынки создает новые проблемы для всего отечественного фондового рынка, так как дефицит предложения финансовых активов провоцирует уход на Запад инвестиционных ресурсов отечественных инвесторов, что негативно сказывается на развитии рынка. Иными словами, высокочатратная инфраструктура фондового рынка России, не гарантирующая к тому же права собственности на купленные акции, заставляет субъектов отечественной экономики уходить на заграничные рынки, а без выхода на рынок IPO новых эмитентов и новых отечественных инвесторов инфраструктура фондового рынка развиваться не может.

Отметим, что проблемы, характерные для российского фондового рынка, остаются актуальными и в настоящее время. Данные за первое полугодие 2005 г. о проведенных российскими компаниями IPO не позволяют надеяться на скорые перемены к лучшему (табл. 3).

Из семи проведенных IPO четыре были осуществлены на Лондонской фондовой бирже (LSE). При этом самое крупное размещение – у АФК «Система», которое составило 53% от общего объема всех IPO, проводилось там же. Доля IPO, проведенных в России, составила только 10,1% от совокупного объема размещения.

Новым моментом в IPO 2005 г. является перенос эмиссии с американских бирж в Лондон, где правила проведения публичных акционерных заимствований более либеральны.

**Компании-эмитенты IPO в первом полугодии 2005 г.\***

| <b>Компания-эмитент</b>  | <b>Объем IPO, дол.</b> | <b>Биржевая площадка</b> |
|--------------------------|------------------------|--------------------------|
| АФК «Система»            | 1566828550             | LSE                      |
| «Пятерочка»              | 597585872              | LSE                      |
| ЕвразХолдинг             | 421950000              | LSE                      |
| ЭКЗ «Лебединский»        | 151222150              | ММББ и РТС               |
| Северсталь-Авто          | 134994148              | ММББ и РТС               |
| Рамблер Интернет Холдинг | 39883047               | AIM/LSE                  |
| АПК «Хлеб Алтая»         | 8025379                | ММББ и РТС               |

\* **Источник:** Биржевое обозрение. 2005. № 8. С. 24.

**О роли рейтинговых агентств**

Еще один важный момент, который должны учитывать предприятия, планирующие выход на рынки долгосрочных заимствований: все многочисленные и самые достоверные формы финансовой отчетности рядовой инвестор правильно оценить не может, и наиболее эффективным механизмом передачи информации об эмитенте инвестору являются аналитические обзоры различных рейтинговых или информационных агентств, статьи финансовых аналитиков в средствах массовой информации. При составлении таких обзоров аналитики рассматривают финансовое состояние заемщика, его рыночные позиции, качество управления, перспективы развития, долговую нагрузку, и затем оформляют весь огромный массив переработанной информации в систематизированном, удобном для пользователей виде. Именно этим определяется ключевая роль рейтинговых агентств на современных рынках заимствований, и предприятия в своем стремлении достичь необходимого уровня прозрачности должны, прежде всего, стремиться работать с аналитиками.

Начиная с 2002 г. открытость российских АО регулярно анализируется агентством Standart and Poog's. Служба рейтингов этого агентства оценивает прозрачность компаний с точки зрения западного инвестора по множеству критериев и затем присваивает компании соответствующий балл и ме-

сто в рейтинге. Одним из критериев включения акционерных обществ в рейтинговый список служит присутствие их акций в котировальных листах ММВБ (Московской межбанковской валютной биржи).

Согласно исследованию 50 российских компаний, проведенному Standart and Poor's в 2004 г., их прозрачность по сравнению с 2002–2003 гг. увеличилась. Проанализируем таблицу 4, в которой представлены первые двадцать компаний из списка агентства, а также средние показатели по всем попавшим в данный рейтинг компаниям (в 2003 г. таких компаний было 45, в 2002 г. – 42).

Таблица 4

**Прозрачность крупнейших российских компаний в 2004 г.  
по оценке Standart and Poor's \*, %**

| Место | Компания                  | Структура собственности и отношения с инвесторами | Финансовая и операционная информация | Состав и процедуры работы совета директоров и менеджмента | Общий балл | Справочно: общий балл в |         |
|-------|---------------------------|---|--------------------------------------|---|------------|-------------------------|---------|
|       |                           |   |                                      |   |            | 2003 г.                 | 2002 г. |
| 1-е   | «Ростелеком»              | 80  | 89                                   | 86  | 85         | 73                      | 48      |
| 2-е   | «Вимм-Билль-Данн»         | 93  | 85                                   | 72  | 83         | 85                      | 73      |
| 3-е   | «Мобильные телесистемы»   | 83  | 84                                   | 67  | 78         | 77                      | 77      |
| 4-е   | «Вымпелком»               | 63  | 80                                   | 62  | 70         | 63                      | 49      |
| 5-е   | «Дальсвязь»               | 83  | 55                                   | 79  | 68         | 57                      | –       |
| 6-е   | «ЛУКОЙЛ»                  | 50  | 72                                   | 67  | 64         | 55                      | 44      |
| 7-е   | «Норильский никель»       | 64  | 66                                   | 55  | 63         | 58                      | 43      |
| 8-е   | «Северо-Западный Телеком» | 72  | 51                                   | 75  | 62         | 44                      | 43      |
| 9-е   | «Мосэнерго»               | 60  | 64                                   | 64  | 62         | 46                      | 39      |

\* Источник: Коммерсант. 2004. 15 октября.

| Место                        | Компания                     | Структура собственности и отношения с инвесторами | Финансовая и операционная информация | Состав и процедуры работы совета директоров и менеджмента | Общий балл | Справочно: общий балл в |         |
|------------------------------|------------------------------|---|--------------------------------------|---|------------|-------------------------|---------|
|                              |                              |   |                                      |   |            | 2003 г.                 | 2002 г. |
| 10-е                         | «Центр-телеком»              | 74  | 47                                   | 75  | 62         | 49                      | 38      |
| 11-е                         | «Газпром»                    | 58  | 66                                   | 55  | 61         | 46                      | 26      |
| 12-е                         | «Волга-Телеком»              | 74  | 49                                   | 68  | 61         | 42                      | 30      |
| 13-е                         | «Уралсвязьинформ»            | 72  | 54                                   | 62  | 60         | 47                      | 30      |
| 14-е                         | РБК «Информационные системы» | 64  | 64                                   | 46  | 59         | 47                      | –       |
| 15-е                         | «Сибнефть»                   | 43  | 74                                   | 46  | 59         | 53                      | 43      |
| 16-е                         | «Южный Телеком»              | 73  | 47                                   | 63  | 58         | 57                      | 33      |
| 17-е                         | «Голден Телеком»             | 30  | 77                                   | 48  | 57         | 55                      | 50      |
| 18-е                         | «Сибирь-телеком»             | 60  | 52                                   | 59  | 56         | 50                      | 45      |
| 19-е                         | РАО «ЕЭС России»             | 61  | 53                                   | 52  | 54         | 45                      | 43      |
| 20-е                         | «Аэрофлот»                   | 53  | 49                                   | 40  | 47         | 35                      | 36      |
| <b>Средний показатель по</b> |                              |   |                                      |   |            |                         |         |
| 50 компаниям в 2004 г.       |                              | 47  | 46                                   | 45  | 46         | –                       | –       |
| 45 компаниям в 2003 г.       |                              | 39  | 42                                   | 38  | –          | 40                      | –       |
| 42 компаниям в 2002 г.       |                              | 31  | 41                                   | 29  | –          | –                       | 34      |

Данные табл. 4 свидетельствуют о росте среднего индекса открытости российских компаний, обобщающего сведения о всех российских компаниях, включенных в рейтинговый список. В 2002 г. этот показатель был равен 34%, в 2003 г. – 40%, в 2004 г. – уже 46%. Иными словами, прозрачность отечественных корпораций медленно, но верно растет.