



# За открытыми дверями

Выгодно ли быть открытой компанией

Курс: корпоративные финансы. Тема: прозрачность компании

ФИНАНСЫ

По показателю Всемирного банка, оценивающему уровень корпоративного управления, Россия занимает достаточно низкие позиции по сравнению с другими странами со сходным уровнем кредитоспособности. Информационная непрозрачность мешает нашим компаниям привлекать инвесторов, полагают западные эксперты.



## Выгодные кредиты “Русала”

Летом 2006 г. крупнейший в России производитель алюминия “Русал” завершил сделку по привлечению синдицированного кредита на сумму более \$2,6 млрд. Организаторами кредита выступили банки ABN Amro N. V., BNP Paribas (Suisse) S. A., Calyon, Citigroup. Первоначально предполагалось привлечь \$1,5 млрд, но, по данным “Русала”, объем заявок на участие в кредите существенно превысил первоначально предполагаемый размер. Представитель компании Вера Курочкина рассказала, что “Русал” впервые в рамках предэкспортного финансирования привлекает средства двумя траншами – на пять и семь лет, процентные ставки – libor + 1,1% и + 1,4% по каждому из них соответственно. Они существенно ниже тех, по которым привлекались предыдущие кредиты, говорит Курочкина.

Аналитик банка “Траст” Михаил Галкин говорит, что привлекать кредиты по таким ставкам выгодно: ими можно заместить более дорогие заимствования и в результате сэкономить на обслуживании своего

долга. Аналитик считает, что доверие банков к компании могла повысить ее прозрачность – например, раскрытие единственного бенефициара Олега Дерипаски.

Однако в целом репутация российского бизнеса не соответствует его экономическому успеху, считает исполнительный директор Международного форума лидеров бизнеса (International Business Leaders Forum) в России Брук Горовиц. Согласно исследованию Trust Barometer 2007 агентства Edelman, российским компаниям в мире доверяют меньше всех. Исследование, проведенное аналитическим отделом британского журнала Economist по заказу компании “Русал”, показало, что западные бизнес-лидеры обеспокоены низким уровнем корпоративного управления, прозрачности и деловой этики в России. Ссылаясь на это, только 10% опрошенных сочли российские компании конкурентоспособными на мировом рынке. По данным рейтингового агентства Standard & Poor’s (S&P), из 75 крупнейших российских компаний только 76% имеют аудиторский комитет, 20% – совет ди-

Спонсор выпуска

Renaissance Academy





ректоров, сформированный из независимых членов, и лишь 77% составляют финансовый отчет согласно правилам МСФО.

### Есть ли польза от прозрачности?

Под прозрачностью обычно понимается раскрытие информации о структуре собственности, сделках, финансовом состоянии, вознаграждении менеджеров компании и т. д. При этом лучше, если компания следует международным стандартам отчетности и имеет независимого аудитора с хорошей репутацией.

Российские бизнесмены часто начинают задумываться о прозрачности компании перед IPO или привлечением кредитов, ведь это позволяет заинтересовать инвесторов. В марте 2006 г. в совете директоров группы компаний "ПИК" появился первый независимый директор Уилл Андрич. Как сообщил первый заместитель председателя правления группы Артем Эйрамджанц, компания готовится к IPO и планирует расширить количество независимых директоров в органах управления компании до трех человек. "Назначение независимого директора – признак того, что компания становится прозрачной", – говорит аналитик "Уралсиба" Борис Гинзбург.

В S&P убеждены, что прозрачность банка позволяет ему удешевить заимствования. Это агентство в 2006 г. составило рейтинг 30 крупнейших по чистым активам российских банков по их прозрачности. Рейтинг составлялся по 123 критериям: в том числе раскрытие информации о бенефициарных владельцах, правах акционеров, финансовых результатах, управлении рисками, руководстве и системе его вознаграждения (S&P использовало годовые отчеты банков, их веб-сайты и отчетность перед регулируемыми органами, раскрываемую регулятором, – т. е. все то, что любой желающий может получить из открытых источников). Средний показатель раскрытия информации крупнейшими российскими банками S&P оценило в 48%. То есть на оставшиеся 52% вопросов, которые интересовали агентство, оно ответов так и не получило. "Средний показатель раскрытия информации 10 крупнейшими банками мира – 79%, т. е. на 31 пункт выше, чем у российских коллег", – говорит аналитик S&P Ринат Кирдань.

Из числа исследованных в 2006 г. банков уже 21 банк (против 11 в 2005 г.) представил информацию о бенефициарных собственниках крупных пакетов акций. Однако информацию о сделках с заинтересованностью отечественные банки по-прежнему раскрывают крайне неохотно, расстраиваются в S&P.

Первые места в рейтинге наиболее прозрачных российских банков заняли МДМ-банк, Бинбанк и Альфа-банк. По-прежнему в аутсайдерах Межпро-

мбанк (12%), банк "Глобэкс" (33%) и Сургутнефтегаз-банк (35%). Вице-президент "Глобэкса" Эмиль Алиев считает, что у большинства банков нет необходимости в более высоких показателях. По его мнению, "эта информация во многом ориентирована на акционеров", а публично торгуются акции лишь считанного числа банков.

Вместе с тем Кирдань из S&P подсчитал, что рост прозрачности на 10 процентных пунктов приводит к снижению стоимости заимствований в виде еврооблигаций на 0,33 процентного пункта. В качестве примера он приводит имеющие одинаковый кредитный рейтинг от S&P МДМ-банк и "Русский стандарт". При уровне прозрачности этих банков в 69 и 60% соответственно среднемесячный спрэд стоимости заимствования одной и той же суммы к libor для МДМ-банка составлял 2,74%, а для "Русского стандарта" – 3,01%.

Прозрачность компании способствует повышению ее рыночной стоимости. Например, согласно исследованию прозрачности 70 крупнейших российских компаний, проведенному S&P в 2006 г., "Лукойл" стоял на 16-м месте, в то время как "Сургутнефтегаз" – на 59-м. По расчетам аналитика ING Bank Игоря Куренного, по EV/EBITDA-2007 "Сургутнефтегаз" торгуется с дисконтом в 61% относительно "Лукойла". Причины: невысокая рентабельность инвестиций в месторождения Восточной Сибири, большой пакет собственных акций, висящих на балансе аффилированных структур, непрозрачность. Прозрачность "Лукойла" сослужила ему добрую службу. Падение цен черного золота на четверть в августе – ноябре 2006 г. снизило инвестиционную привлекательность российских нефтяных компаний. Однако бумаги "Лукойла" 9 из 11 инвесткомпаний рекомендовали к покупке (чему, впрочем, могла способствовать не только прозрачность, но и лояльность государству).

### Кто прозрачнее?

В упомянутом исследовании 70 крупнейших российских компаний (методология такая же, как и в исследовании прозрачности банков) уровень прозрачности оценивался на основании отчетов за 2005 г., содержания корпоративных сайтов и информации, представляемой регулирующим органам. По данным этого исследования, прозрачность сильно зависит от сектора, в котором работает компания, и биржи, на которой размещены ее акции.

Самыми прозрачными в 2006 г. оказались компании, имеющие листинг на NYSE: эта биржа предъявляет наиболее жесткие требования к раскрытию информации. Средний индекс прозрачности в телекоммуникационном секторе составил 73%. Менее прозрачны нефтегазовый сектор (61%) и металлургия

Спонсор выпуска

Renaissance  
Academy





(62%). Наименее прозрачным сектором S&P назвало машиностроение, его средний балл – 43.

К прозрачности российские компании относятся избирательно. Охотнее всего они рассказывают о своей операционной деятельности, продуктах и услугах. А вот подробную информацию об условиях вознаграждения директоров и топ-менеджеров, заседаниях совета директоров, условиях сделок с заинтересованностью, аффилированных структурах и “дочках” в документах компаний можно встретить не часто, отмечает S&P.

Одним из механизмов раскрытия информации является корпоративный сайт. Европейское агентство Bowen Craggs, более 10 лет специализирующееся на анализе коммерческих веб-сайтов, провело рэнкинг 20 американских, 20 европейских и 20 прочих крупнейших по выручке глобальных корпораций. Среди главных критериев оценки были логичность навигации, количество и качество информации для инвесторов, потребителей и соискателей вакансий, полезность контактных данных и эффективность раздела “часто задаваемые вопросы”.

Самым эффективным корпоративным сайтом, согласно рейтингу FT Bowen Craggs Index, оказался интернет-ресурс немецкой корпорации Siemens. А лучший из российских сайтов – нефтяной компании “Лукойл” – оказался лишь на 52-м месте из 60. “Сургутнефтегаз” и “Газпром” заняли соответственно 58-е и 59-е места, обогнав лишь China Mobile. Главный фактор, повлиявший на низкую оценку российских сайтов, – небольшой объем информации для потребителей, инвесторов и людей, ищущих работу, признался старший консультант Bowen Craggs Дэвид Боуэн. Например, у “Лукойла”, “Газпрома” и “Сургутнефтегаза” на сайтах практически отсутствует информация о социальной ответственности и заботе об окружающей среде, столь важная для западных инвесторов.

Что касается государственных компаний, то, согласно исследованию S&P 2007 г., российские госкорпорации заботятся об информационной прозрачности куда меньше, чем частные российские компании. Прозрачность измерялась по 105 критериям – напри-

мер, доступен ли обзор последнего собрания акционеров, данные о вознаграждении аудитора или топ-менеджеров компании и т. д. Индекс транспарентности, который рассчитывается как средний балл по 80 крупнейшим публичным российским компаниям, составил примерно 55% против 53% в 2006 г. Наиболее высокий балл – 77% – получила компания МТС, лидировавшая и в 2006 г. Несмотря на скромную динамику индекса транспарентности, эксперты S&P отмечают, что в составе 10 наиболее прозрачных компаний произошли заметные перемены: пять компаний впервые попали в десятку лидеров. Во-первых, компания “СТС медиа” (75%), впервые включенная в выборку, показала высокие результаты, сразу заняв 3-е место в рэнкинге. Во-вторых, компании “Лукойл” и “Роснефть”, занимавшие в 2006 г. места, близкие к первой десятке, в этом году сумели улучшить свою информационную прозрачность и вошли в группу лидеров. И наконец, значительно повысили свои результаты РАО “ЕЭС России” и “Евраз групп” (соответственно на 20 и 17 п. п.), что позволило этим компаниям перейти из группы “середняков” в десятку самых прозрачных компаний.

Наблюдается некоторый прогресс в области традиционно слабо раскрываемых элементов информации. Увеличилась доля компаний, раскрывающих отчетность по МСФО/ОПБУ США в более сжатые сроки. Лучше раскрываются сведения о дивидендной политике. Больше компаний составляют социальную отчетность по международным стандартам. Однако по-прежнему мы видим слабое раскрытие информации по таким важным вопросам, как сделки с заинтересованностью, вознаграждение менеджмента и ряду других.

Разбивка практики раскрытия информации по отраслям показывает, что наиболее открытым остается телекоммуникационный сектор со средним индексом, взвешенным по капитализации (ИТВК), 71% (он близок к прошлогоднему). Как и в прошлые годы, наименее прозрачными оказались компании машиностроительного сектора – их ИТВК составил 37%, снизившись на 6 п. п. по сравнению с прошлым годом.

В целом количество компаний с уровнем раскрытия более 50% достигло 52 по сравнению с 12 в 2002 г.

## Вопросы для обсуждения

1. Какие выгоды менеджмент/контролирующий акционер компании получает от повышения прозрачности и почему? А какие издержки, на ваш взгляд?
2. Как вы думаете, почему одни компании более прозрачны, чем другие? В частности, почему госкомпании менее прозрачны?
3. Как вы думаете, почему некоторую информацию компании раскрывают охотнее, чем другую?
4. Как вы думаете, почему российские компании менее открыты, чем западные?

Спонсор выпуска

Renaissance  
Academy



**ИНДЕКС ИНФОРМАЦИОННОЙ ПРОЗРАЧНОСТИ**

| Место в<br>'07 г. '06 г. '05 г. |     |     | Компания   | Общий<br>балл, % | Структура<br>собственности<br>и корпоративная<br>структура, % | Финансовая<br>и операционная<br>информация, % | Состав и<br>процедуры<br>совета директоров и менеджмента, % |
|---------------------------------|-----|-----|--|------------------|---|---|---|
| 1                               | 1   | 1   | ОАО "Мобильные телесистемы"  | 77               | 85  | 79  | 64  |
| 2                               | 3   | 5   | "Голден телеком"   | 77               | 74  | 76  | 83  |
| 3                               | н/п | н/п | "СТС медиа"  | 75               | 78  | 71  | 81  |
| 4                               | 7   | 5   | ОАО "Вымпел-коммуникации"  | 75               | 90  | 71  | 64  |
| 5                               | 33  | 26  | ОАО "РАО "ЕЭС России"  | 72               | 71  | 70  | 78  |
| 6                               | 2   | 3   | ОАО "Мечел"  | 71               | 79  | 72  | 60  |
| 7                               | 16  | 9   | ОАО "Лукойл"   | 71               | 70  | 79  | 55  |
| 8                               | 42  | 52  | "Евраз груп С.А."  | 71               | 64  | 80  | 60  |
| 9                               | 5   | 4   | ОАО "Вимм-билль-данн Продукты питания"                                 | 70               | 76  | 72  | 60  |
| 10                              | 12  | н/п | ОАО "НК "Роснефть"   | 70               | 70  | 69  | 71  |
| 11                              | 10  | 10  | ОАО "Южная телекоммуникационная компания"                              | 69               | 76  | 62  | 75  |
| 12                              | 9   | 22  | АФК "Система"  | 69               | 71  | 67  | 71  |
| 13                              | 37  | 34  | ОАО "Магнитогорский<br>металлургический комбинат" 68                   | 68               | 76  | 52  |   |
| 14                              | 4   | 2   | ОАО "Ростелеком"   | 67               | 76  | 61  | 70  |
| 15                              | 6   | 11  | ОАО "Волгателеком"   | 67               | 68  | 65  | 70  |
| 16                              | 17  | 18  | ОАО "ГМК "Норильский никель"   | 66               | 62  | 72  | 60  |
| 17                              | 8   | 7   | ОАО "Северо-Западный телеком"  | 66               | 68  | 63  | 68  |
| 18                              | 39  | н/п | ОАО "Трубная металлургическая компания"                                | 66               | 79  | 63  | 54  |
| 19                              | 15  | н/п | ОАО "Полюс золото"   | 65               | 68  | 65  | 59  |
| 20                              | 11  | н/п | ОАО "Новолипецкий<br>металлургический комбинат"                        | 65               | 50  | 76  | 58  |
| 21                              | 13  | н/п | "Комстар – Объединенные телесистемы"                                   | 64               | 73  | 63  | 56  |
| 22                              | 19  | 13  | ОАО "Центртелеком"   | 64               | 69  | 57  | 73  |
| 23                              | н/п | н/п | ВТБ  | 64               | 66  | 70  | 47  |
| 24                              | 14  | 16  | ОАО "Газпром"  | 63               | 54  | 75  | 48  |
| 25                              | н/п | н/п | ОАО "Ситроникс"  | 63               | 69  | 60  | 61  |
| 26                              | 24  | 31  | ОАО "Северсталь"   | 62               | 57  | 73  | 44  |
| 27                              | н/п | н/п | ОАО "Челябинский цинковый завод"                                       | 62               | 51  | 68  | 63  |
| 28                              | 21  | 12  | ОАО "Уралсвязьинформ"  | 61               | 66  | 57  | 65  |
| 29                              | 28  | 28  | ОАО "Пивоваренная компания "Балтика"                                   | 60               | 62  | 69  | 39  |
| 30                              | 20  | 14  | ОАО "Сибирьтелеком"  | 60               | 58  | 60  | 62  |
| 31                              | н/п | н/п | ОАО "Полиметалл"   | 59               | 52  | 67  | 53  |
| 32                              | н/п | н/п | Группа компаний ПИК  | 59               | 68  | 57  | 52  |
| 33                              | н/п | н/п | ОАО "Территориальная<br>генерирующая компания № 1"                     | 58               | 59  | 59  | 54  |
| 34                              | н/п | н/п | ОАО "Группа "Черкизово"  | 58               | 55  | 61  | 54  |
| 35                              | 23  | 20  | ОАО "Газпром нефть"  | 58               | 64  | 63  | 39  |
| 36                              | 30  | 21  | ОАО "Дальсвязь"  | 57               | 64  | 53  | 54  |
| 37                              | н/п | н/п | ОАО "Четвертая генерирующая компания<br>оптового рынка электроэнергии" | 56               | 62  | 51  | 62  |
| 38                              | 34  | 36  | ОАО "НОВАТЭК"  | 56               | 33  | 73  | 48  |
| 39                              | 25  | 19  | ОАО "Мосэнерго"  | 55               | 52  | 56  | 58  |
| 40                              | 50  | н/п | ОАО "Пятая генерирующая компания<br>оптового рынка электроэнергии"     | 55               | 62  | 53  | 50  |
| 41                              | 40  | н/п | Торговая сеть "Магнит"   | 54               | 57  | 54  | 51  |
| 42                              | 29  | н/п | Sibir Energy plc   | 54               | 47  | 66  | 36  |
| 43                              | 31  | 35  | ОАО "АКБ "Сбергательный банк<br>Российской Федерации"                  | 53               | 55  | 56  | 45  |
| 44                              | н/п | н/п | ОАО "Уралкалий"  | 53               | 51  | 54  | 53  |
| 45                              | н/п | н/п | Группа компаний "Интегра"  | 53               | 41  | 57  | 60  |
| 46                              | 63  | н/п | ОАО "Территориальная генерирующая<br>компания № 5"                     | 53               | 54  | 54  | 47  |
| 47                              | 43  | 27  | ОАО "Аэрофлот – российские авиалинии"                                  | 53               | 57  | 55  | 42  |
| 48                              | 46  | н/п | ОАО "Третья генерирующая компания<br>оптового рынка электроэнергии"    | 52               | 54  | 57  | 41  |
| 49                              | н/п | н/п | ОАО "Система-галс"   | 52               | 57  | 53  | 42  |
| 50                              | 49  | н/п | ОАО "ТНК-ВР холдинг"   | 51               | 59  | 52  | 40  |

Источник: S&amp;P

Спонсор выпуска

**Renaissance**  
 Academy