ТРАНСПАРЕНТНОСТЬ И ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ИМИДЖ

ПОНЯТИЕ ИНВЕСТИЦИОННОГО ИМИДЖА

Для характеристики инвестиционного имиджа (инвестиционного климата, инвестиционной привлекательности) нет специальных показателей. Их заменой (при необходимости придать рассуждениям количественную определенность), как правило, выступают (суверенные) кредитные рейтинги. Последние для стран и крупных компаний определяются международными рейтинговыми агентствами (МРА). Абсолютно доминируют три МРА: Standard & Poor's, Fitch-IBSA, Moody's Investors Service, основными условиями их деятельности являются компетентность, объективность (в том числе независимость от политического давления), максимально широкий охват информации.

В современной экономике существует множество ситуаций, когда инвестору невозможно получить полную и абсолютно достоверную информацию о потенциальном объекте инвестирования. Это касается покупки миноритарных пакетов акций, выдачи кредитов, вложений в облигации и т.д.

В этих случаях инвестор при принятии решений ограничивается изучением данных, предоставляемых самим объектом инвестирования, информацией из открытых источников, мнениями других участников инвестиционного рынка и собственным опытом участия в сходных проектах. Таким образом, у каждого потенциального инвестора складывается субъективное отношение к рассматриваемому объекту. Благодаря информационному обмену в рамках инвестиционного пространства, а также ограниченности информационных источников обычно у большинства участников формируются довольно похожие субъективные картины в отношении одного и того же объекта.

Таким образом, инвестиционным имиджем можно назвать наиболее типичное мнение потенциальных инвесторов и экспертов об инвестиционной привлекательности объекта.

Инвестиционный имидж базируется как на фундаментальных параметрах объекта инвестирования (прибыльность, текущие темпы роста, регулятивная среда и т.п.), так и на субъективном восприятии. Поэтому инвестиционную привлекательность можно повышать не только за счет улучшения реальных показателей, но и путем формирования более позитивного отношения к потенциальному объекту инвестирования, включая применение методов информационного воздействия.

Понятие инвестиционного имиджа можно отнести как к отдельной компании, так и к региону или государству в целом. Естественно, инвестиционные имиджи государства и компании являются вещами взаимосвязанными. С одной стороны, инвестиционная привлекательность страны влияет на отношение потенциального инвестора к определенной компании. С другой стороны, инвестиционный имидж государства в значительной мере формируется из совокупности инвестиционных образов отечественных предприятий. Поэтому оптимального результата можно достичь только при согласованных действиях на всех трех уровнях: государство, регионы, компании.

ЗНАЧИМОСТЬ ИНВЕСТИЦИОННОГО ИМИДЖА

Важность формирования позитивного инвестиционного имиджа у государства или региона достаточно очевидна. Это позволяет получить дополнительные преимущества в распределении глобальных или межрегиональных потоков капитала в свою пользу, что способствует экономическому росту, наполнению бюджета, повышению занятости и т.д.

В отношении компаний довольно распространена точка зрения, что вопросы увеличения инвестиционной привлекательности актуальны только для тех компаний, которые либо предназначены к скорой продаже, либо занимаются поиском новых ис-

точников финансирования, либо их акции активно торгуются на фондовом рынке. В этом случае хороший инвестиционный имидж способствует снижению стоимости заимствований и росту цены акций.

Однако ценность высокого инвестиционного имиджа не ограничивается этим кругом компаний. Дело в том, что формирование инвестиционного имиджа не является быстрым и одномоментным процессом. За короткое время имидж можно только ухудшить, а его существенное улучшение требует кропотливой и продуманной работы. Поэтому такие действия имеют стратегическое значение, создавая для владельцев компании более широкий круг возможных действий в будущем (например, привлечение стратегического инвестора или переход на относительно дешевые источники внешнего финансирования). Кроме того, положительный инвестиционный имидж косвенно влияет на деловую репутацию компании, формируя отношение к ней как к надежному и авторитетному партнеру. В этом смысле инвестиционный имидж сходен с кредитной историей, которую полезно формировать даже предприятиям, не испытывающим в текущий момент острой потребности в привлечении внешнего финансирования.

Обычно инвестиционный имидж компании более важен для портфельного инвестора, чем для прямого, так как последний имеет больший доступ к внутренней информации объекта инвестиций, а также может принимать непосредственное участие в управлении. Это может существенно снижать риски, связанные с недостаточностью информации или ее негативным характером.

Что касается инвестиционного имиджа региона или государства, то тут картина почти обратная. Так как объектом вложений является не сам регион или государство, а конкретная компания или проект, то прямой характер инвестиций не дает существенных информационных или управленческих преимуществ. В то же время более долгосрочный горизонт прямых инвестиций заставляет внимательнее и придирчивее относиться к инвестиционному имиджу выбираемого региона. Исключением могут быть только очень крупные проекты, которые часто получают специальные государственные гарантии, а также индивидуальные условия инвестирования. Однако даже в этом случае при негативном инвестиционном имидже имеются существенные риски одностороннего пересмотра условий реализации проекта со стороны государства.

ЭЛЕМЕНТЫ ИНВЕСТИЦИОННОГО ИМИДЖА

Инвестиционный имидж является сложным понятием, зависящим от множества объективных и субъективных факторов. Поэтому для эффективной работы по его улучшению целесообразно осуществить разбиение на отдельные составляющие, чтобы затем акцентированно воздействовать на каждую из них.

Можно выделить 3 группы основных факторов.

1. Объективные текущие параметры, которые характеризуют состояние объекта в рассматриваемый момент (а точнее, в допустимой окрестности этого момента из-за неизбежной задержки в получении статистической информации и периодичности ее формирования). Такие данные обычно бывают наиболее доступными и достоверными. Соответственно, их восприятие различными потенциальными инвесторами бывает достаточно сходным.

Для государства или региона к основным текущим параметрам, влияющим на инвестиционную привлекательность, можно отнести:

– географическое положение;
– население;
– социально-экономические показатели;
– уровень развития инфраструктуры;
– политическую ситуацию;
– эффективность правоохранительной и судебной систем;
– показатели исполнения бюджета;
– регулятивную базу;
– уровень монополизации;
– коррумпированность и бюрократизацию.

Для компании основными текущими параметрами являются следующие:

– финансовые результаты;
– производственные показатели;
– доли на рынках и клиентская база;
– контролируемые активы;
– ликвидность акций;
– топ-менеджмент;
– структура собственности;
– структура управления;
– присутствие в регионах.

Обычно эта группа параметров инвестиционного имиджа либо вообще не может быть подвергнута изменениям (например, географическое положение региона), либо требует реальных и ощутимых достижений (например, увеличение финансовых показателей).

Однако в некоторых ситуациях улучшения возможны путем проведения специальных мероприятий по уточнению «объективных» показателей, так как неопределенность обычно приводит к недооценке инвесторами. Эти мероприятия могут представлять собой, например, юридическую экспертизу и соответствующее оформление прав собственности на имущество, независимый аудит запасов полезных ископаемых, урегулирование спорной задолженности и т.п.

2. Тенденции развития, отражающие представления потенциальных инвесторов о перспективах рассматриваемого объекта, то есть об ожидаемых изменениях объективных текущих показателей (оценка динамики первой группы факторов).

На самом деле именно эта группа факторов наиболее важна для принятия инвестиционного решения, так как реальный смысл при вложении средств имеют будущая доходность и финансовая устойчивость. Теку-

щие и прошлые показатели (например, кредитная история) являются всего лишь базой для оценки перспектив.

Так как прогнозы не могут быть абсолютно достоверными, то в них закладывается элемент неопределенности – инвестиционные риски.

Естественно, понимание тенденций развития гораздо более субъективно, чем восприятие текущих параметров объекта. Фактически каждый потенциальный инвестор делает собственный прогноз, основываясь как на реальных данных за предыдущие периоды, так и собственных предположениях о вероятном изменении ситуации.

Тем не менее у компании (региона, государства) есть рычаги воздействия на формирование таких частных прогнозов. Наиболее мощный из них – разработка и обнародование собственных планов и оценок развития ситуации, чему, в частности, способствует постановка на предприятии стратегического управления и бизнес-планирования. В этом случае происходит концентрация субъективных оценок вокруг корпоративного прогноза. Степень такой концентрации прямо зависит от уровня доверия инвестиционного сообщества к данной компании. При этом стоит учитывать, что корпорации, чьи акции торгуются на западных биржах, имеют существенные ограничения на распространение такого рода информации.

Другой важный инструмент, позволяющий позитивно воздействовать на субъективные оценки тенденций развития, – это обеспечение прогнозируемости показателей. Желательно, чтобы для потенциальных инвесторов из данных предыдущих периодов вырисовывалась логика изменения показателей компании, не было очевидных «метаний».

Кроме того, серьезное влияние на субъективные прогнозы может оказывать активная информационная политика, проводимая компанией, включая формирование позитивного образа компании в СМИ.

3. Транспарентность представляет собой группу показателей, характеризующих степень открытости компании для внешнего мира, а также прозрачность внутренних управленческих процедур.

Транспарентность компании не только оказывает позитивное влияние на инвестиционный имидж сама по себе, но и создает условия для полноценной реализации (восприятия) первых двух групп факторов.

Так, положительная оценка потенциальными инвесторами объективных текущих показателей возможна только при полноценном их информировании. Причем дело касается не только формальных финансовых отчетов, но и более детальных данных о структуре бизнеса.

Еще больший объем информации требуется для полноценного формирования мнения инвестора о тенденциях развития корпорации.

Если при этом информации оказывается недостаточно или ее достоверность вызывает серьезные сомнения, то большинство инвесторов выбирают одну из двух альтернатив:

– безусловный отказ от рассмотрения объекта в качестве возможного направления инвестиций (хотя на самом деле объект может быть очень интересен);

– использование при оценке инвестиционной привлекательности наиболее консервативной оценки недостающих или недостоверных параметров (то есть занижение цены активов или завышение рисков).

Но транспарентность влияет не только на возможную оценку объекта на данный момент. Низкий уровень транспарентности вызывает у потенциального инвестора опасения того, что и после инвестирования он не сможет получать достаточную информацию о работе компании и, следовательно, рассчитывать на справедливую долю доходов. То есть даже при правильной оценке текущей ситуации и тенденций развития бизнеса инвестор рискует не получить соответствующую выгоду от своих вложений.

В отношении инвестиционного имиджа государства (региона) понятие транспарентности наиболее актуально в части доступности информации о принимаемых решениях, прозрачности структуры власти и принципов принятия решений. Инвестиционным сообществом позитивно воспринимается наличие реально действующих консультативных органов между властью и бизнесом. Это позволяет заранее информировать компании о планируемых изменениях, а также открыто обсуждать эти планы.

ТРАНСПАРЕНТНОСТЬ КОМПАНИЙ В РОССИИ

Вопросы транспарентности компаний в российских условиях имеют свою специфику. Это связано с тем, что корпоративная практика предыдущих лет изобилует разнообразными и часто очень изобретательными способами вывода активов, дискриминации отдельных групп собственников, умышленными банкротствами и т.д. Поэтому при оценке транспарентности российских компаний нельзя ограничиваться оценкой полноты предоставляемой информации и соблюдением законодательных норм, что с формальной точки зрения уже научились делать почти все крупные компании. Требуются более глубокое проникновение в корпоративную структуру и процедуры, учет имеющейся репутации и прецедентов.

При таком подходе к оценке транспарентности очень важной является расстановка акцентов (приоритетов, удельного веса) среди различных факторов, что весьма неоднозначно. Например, в некоторых исследованиях придается излишний вес вопросу о вознаграждениях высшего руководства (такая информация легко может приводиться к формально безукоризненному виду без существенной связи с реальностью), а также дивидендной политике, которая имеет малое отношение к транспарентности.

Не случайно, что существующие рейтинги прозрачности и корпоративного управления дают очень разные оценки одним и тем же компаниям. Например, в рейтинге корпоративного управления Standard & Poor's «Газпром» является середняком, в рейтинге Brunswick UBS Warburg – одним из отстающих, а в рейтинге корпоративного управления журнала

Euromoney оказывается лидером среди российских компаний. А многие оценки вызывают просто недоумение.

На наш взгляд, целесообразно выделять 3 основные характеристики транспарентности российских компаний, относительная важность которых примерно сопоставима.

1. ДОСТУПНОСТЬ ИНФОРМАЦИИ О КОМПАНИИ

Инвесторов прежде всего интересует полнота и оперативность получения достоверной информации по следующим вопросам:

– финансовая информация (обязательная отчетность, отчетность по МСФО, учетная политика, аудиторское заключение, анализ по видам деятельности, список сделок с заинтересованностью и т.д.);
– операционная информация (включая перечень видов деятельности, объем произведенных товаров/услуг, показатели эффективности, характеристики активов, реализованные инвестиции, инвестиционные планы, доли рынка по видам деятельности);
– структура собственности (в том числе информация о крупнейших акционерах, данные по группам акционеров, процент акций, находящихся в перекрестном владении);
– информация о топ-менеджерах компании (биографические данные, участие в капитале, вознаграждения и т.д.);
– информация о решениях управляющих органов общества (например, протоколы заседаний Совета директоров).

Низкий уровень раскрытия информации российскими эмитентами во многом связан с такими причинами, как несовершенство российской системы бухгалтерского учета, низкий уровень финансового менеджмента и недостаточное понимание информационных потребностей потенциальных инвесторов.

Необходимо учитывать, что под доступностью информации в данном случае подразумевается не только принципиальная возможность, но и легкость ее получения. При этом ключевые данные должны быть доступны из открытых источников (например, корпоративный сайт и СМИ). Кроме того, желательно реализовать возможность обратной связи (предоставление информации по запросу инвестора).

Естественно, важна регулярность предоставления информации. Например, основные финансовые и производственные показатели недостаточно раскрывать один раз в год, а желательно наличие ежеквартальной информации. Кроме того, эти данные должны появляться максимально оперативно.

2. ПРОЗРАЧНОСТЬ СТРУКТУРЫ

В российских условиях прозрачность структуры означает в первую очередь не детальную информацию об элементах организационной структуры, а построение корпорации таким образом, чтобы обеспечивался контроль за активами и четко регулировались права собственности. Это особенно актуально в связи с тем, что любая крупная фирма в России представляет собой не единую компанию, а группу юридических лиц, связи между которыми не всегда очевидны.

В данном случае под структурой понимаются сразу несколько аспектов.

– Корпоративная структура – схема владения между компаниями, входящими в группу. Помимо отдельных названий, инвестору бывает важно понимать предназначение отдельных юридических лиц. При прочих равных большое количество компаний группы, сложность схем владения, наличие невыпущенных объявленных акций или обладание неконтрольными пакетами акций являются негативными факторами, повышающими риски инвестора. Однако позитивным бывает наличие существенного количества акций головной компании у портфельных инвесторов (желательно блокирующий пакет). В идеальном случае в раскрываемой корпоративной схеме должны присутствовать все юридические лица, аффилированные с топ-менеджерами.
– Контрактная схема – система хозяйственных взаимоотношений между компаниями группы (то есть важно не только наличие акционерного контроля над аффилированными компаниями, но и цивилизованный характер типовых сделок между компаниями группы).
– Структура активов и пассивов показывает привязку имущества и обязательств компании к отдельным юридическим лицам группы. Сомнение инвестора вызывает концентрация значительных активов на второстепенных или слабо контролируемых юрлицах.
– Организационная структура интересна инвесторам только в части верхних уровней, что позволяет понимать, где находятся центры принятия различных решений и логична ли система управления компанией в целом.

В какой-то степени к структуре можно отнести формально не связанные с компанией, но очень важные организации – аудитора и реестродержателя. Естественно, позитивным фактором является их независимость и авторитет.

3. ПРОЗРАЧНОСТЬ УПРАВЛЕНЧЕСКИХ ПРОЦЕДУР

Аналогично и в части управленческих процедур для инвестора более актуальны не вопросы принятия отдельных рыночных решений, а гарантии соблюдения правил, препятствующих грубому нарушению его интересов. К ним можно отнести следующие:

– жесткие условия проведения дополнительных эмиссий, препятствующие «размыванию» долей акционеров;
– возможность (реалистичность) избрания представителей миноритарных акционеров в совет директоров общества, обеспечение условий для их полноценной работы и наличие обширных полномочий у этого высшего органа управления;
– основные условия контракта с генеральным директором;
– возможность внесения миноритарными акционерами предложений на общее собрание акционеров, а также реалистичность его созыва по их требованию;

– равенство акционеров при распределении результатов деятельности компании;
– сложность изменения устава общества;
– контроль над крупными сделками и сделками с заинтересованностью;
– механизмы принятия решений по распоряжению ключевыми активами (недвижимость, пакеты акций других компаний и т.д.). Часто такие операции проводятся по заниженной цене, избегая их квалифицирования в качестве крупных сделок;
– принципы ценообразования (во избежание трансфертного ценообразования в ущерб части акционеров);
– прозрачность закупочной политики (использование тендерных механизмов и т.д.).

В каждом из этих пунктов, помимо прописанных в уставе и других документах норм, потенциальные инвесторы учитывают и прецеденты аналогичных ситуаций в данной компании.

Помимо перечисленных «защитных» вопросов, существенное значение имеют и процедуры принятия решений, касающихся развития компании. Здесь можно отметить наличие корпоративной стратегии и системы стратегического управления (что позволяет инвестору быть в значительной степени уверенным в движении компании в заданном направлении), а также понятных принципов при назначении топ-менеджеров и процедур принятия ключевых рыночных решений.

Стоит отметить, что, помимо повышения транспарентности, компаниям стоит уделять значительное внимание PR-кампании, пропагандирующей высокую степень своей открытости. Ввиду субъективных факторов и неполноты информации для инвестиционного имиджа важна не столько транспарентность сама по себе, сколько распространенность мнения о ее наличии. Например, о высокой прозрачности «Ленэнерго», входящего в группу лидеров по всем существующим рейтингам корпоративного управления, известно только узкому кругу специалистов. В то же время об образцовой транспарентности «ЮКОСа» прекрасно наслышаны практически все участники инвестиционного сообщества.

ТРАНСПАРЕНТНОСТЬ: ЗА И ПРОТИВ

Интерес к повышению собственной транспарентности российские компании начали проявлять по мере развития отечественных финансовых рынков и интеграции в мировой рынок капитала, когда стало очевидно, что таким путем можно существенно увеличить стоимость компании или открыть совершенно новые перспективы привлечения внешнего финансирования.

Преимущества транспарентности наиболее очевидны крупным компаниям. Именно они могут получать существенную выгоду за счет роста котировок акций (бумаги других компаний почти не торгуются), а также агрессивно привлекать дешевые средства с рынков капитала (особенно с западных).

Кроме того, транспарентность крупной компании может иметь некоторую защитную функцию.

Вопреки распространенному мнению *непрозрачные компании легче захватить за бесценок путем враждебного поглощения.* Это объясняется следующими причинами:

– стоимость акций открытой компании выше, поэтому скупить их сложнее;
– легче доказать факт принуждения к сделке по заниженной цене или другие варианты незаконной покупки акций, так как существует их общеизвестная рыночная цена;
– враждебные действия по банкротству открытой компании, аресту пакетов ее акций, проведению дополнительных эмиссий и т.п. будут иметь больший общественный резонанс.

При прозрачности и четкости структуры сложнее отнимать у компании бизнес по частям. Если для скупки открытых компаний характерен относительно неконфликтный переход собственности по справедливой рыночной цене, то для всех случаев враждебного поглощения обязательно присутствуют элементы сомнительного передела (банкротство, параллельные органы управления, черный PR, обвинения в принуждении к сделке, оспаривание законности покупки акций, судебные споры по приватизации, уголовное преследование владельцев, попытки силового захвата здания администрации предприятия и т.д.).

Таким образом, можно сказать, что стиль поглощения зависит не только от покупателя, но и от объекта покупки.

Помимо защиты от внешних посягательств, прозрачность бизнеса оберегает его и от внутренних проблем, связанных с сомнительными действиями менеджмента, такими как:

– продажа активов по заниженной цене;
– вывод прибыли на дилеров (а также другие структуры, дружественные менеджменту или части акционеров);
– сомнительные финансовые вложения;
– заказные и фиктивные банкротства;
– размывание доли миноритарных (и даже мажоритарных) акционеров;
– использование связей в государственных органах для борьбы с конкурентами;
– передача торговой марки, лицензии, технологии и т.д. другому юридическому лицу;
– активное использование денежных суррогатов в расчетах – предоставление контрагентам недостоверной информации;
– нарушение договоренностей;
– черный PR.

Эффективное долгосрочное развитие крупных российских компаний требует привлечения с финансовых рынков значительных ресурсов, поэтому вряд ли возможно без обеспечения их транспарентности.

Более сложная ситуация со средним бизнесом (не говоря о малом предпринимательстве). На нынешнем этапе развития российских финансовых рынков им сложно получать дешевые ресурсы путем выпуска акций или облигаций (хотя отдельные примеры в сре-

днем бизнесе имеются). Кроме того, из-за относительно небольшого размера таких компаний не срабатывают защитные механизмы, которые дает транспарентность крупным корпорациям. Наоборот, открытость в этом случае часто может повредить.

Таким образом, если государство не будет предпринимать усилий по развитию финансовой системы, ограничению возможностей корпоративных захватов (например, через механизм банкротства) и кардинальному сокращению чиновничьего, правоохранительного и судебного произвола, то вопросы увеличения транспарентности станут актуальными для среднего бизнеса очень не скоро.

Улучшение инвестиционного имиджа как решительный шаг к экономическому процветанию – долговременная и постоянная работа. Внешние инвестиции направляются только в такую экономику, которая обнаруживает устойчивую тенденцию к развитию, поэтому наивно ожидать притока внешних инвестиций как предварительного условия экономического роста. Получение инвестиционного рейтинга не может рассматриваться как цель даже в близкой перспективе. Другое дело – имидж субъектов экономической деятельности: здесь и результаты виднее, и эффект существеннее.

Мы полагаем, что операционально усилия по формированию положительного имиджа можно свести к обеспечению максимальной транспарентности деятельности и государственных органов управления, и корпоративного менеджмента. При этом стоит отметить, что в этом направлении развитие форм и методов управления экономикой в России не повторяет зады западной модели управления, а находится в одном ряду с самыми современными мировыми тенденциями. Тем самым наш опыт может внести положительный вклад в решение этой поистине глобальной проблемы.

Российское бизнес-сообщество готово оказать органам государственной власти деятельную помощь в идентификации и осуществлении ключевых мер, направленных на улучшение инвестиционного климата. Диалог между властью и бизнесом мог бы развиваться по следующим направлениям:

1) участие в подготовке проекта административной реформы в части, касающейся реформирования функций органов исполнительной власти в экономической сфере и в сфере защиты прав собственности;

2) разработка рекомендаций по совершенствованию работы органов судебной власти в части, относящейся к реализации норм хозяйственного права;

3) разработка и представление в органы законодательной власти предложений в сфере налоговой политики, реформы финансового сектора и естественных монополий (пакет таких предложений уже подготовлен РСПП, и он готов продолжить работу в соответствующих сферах);

4) участие представителей деловых кругов в экспертизе проектов законов, подзаконных актов и решений Правительства;

5) разработка закона «О поддержке конкурентоспособности субъектов экономической деятельности в РФ», в котором должны найти разрешение вопросы поддержки инвестиционного имиджа.

ЗАМЕСТИТЕЛЬ РУКОВОДИТЕЛЯ КОМИТЕТА
РСПП ПО ПРОМЫШЛЕННОЙ ПОЛИТИКЕ
В.Д. Рудашевский,
ВЕДУЩИЙ ЮРИДИЧЕСКИЙ СОВЕТНИК
МЕЖДУНАРОДНОЙ КОМПАНИИ ПО ДЕЛОВОЙ
ПРОЗРАЧНОСТИ И ПОРЯДОЧНОСТИ (СНГ)
Е.Н. Козина