Евгений Самойлов,
генеральный директор «Бейкер Тилли Русаудит»

Сколько стоит финансовая прозрачность эмитента?

Одним из самых распространенных вопросов как инвестиционных банкиров, так и эмитентов к аудитору является вопрос о том, насколько может быть снижена стоимость заимствования после проведения работы аудитора и выдачи заключения о достоверности финансовой отчетности заемщика.

Вместо традиционно уклончивого ответа о том, что стоимость заимствования является комплексным показателем и результатом многих факторов, мы решили рискнуть и рассчитать конкретные значения на базе тех размещений, которые уже произошли за последние три года. Эта статья представляет собой результаты исследования, которое было проведено на основании информационных меморандумов компаний третьего эшелона нефинансового сектора. Надеемся, что результаты проделанной работы положат начало дискуссии о том, правы мы или нет в своих оценках.

Первое, на что пришлось обратить внимание, это то, что лишь 75% компаний третьего эшелона раскрывают информацию о себе. Лишь по 3/4 компаний нам удалось найти информацию на сайтах информационных агентств (в первую очередь — Cbonds) и на сайтах самих эмитентов или их организаторов. Причем ситуация стабильна в течение трех лет, и тенденций по повышению прозрачности, исходя из статистики, не наблюдается. Может быть, эти меморандумы никому не нужны?

Поскольку подобное исследование мы проводим уже второй год (первое было посвящено ситуации за 2005 год), факт того, что в информационных меморандумах может быть не представлена финансовая отчетность, нас не удивил. Количество компаний с подобными меморандумами невелико — две в год, но оно стабильно. Это, конечно, заставляет задуматься о том, является ли выпуск облигаций шагом к публичности компании. Но, наверное, не стоит себе забивать голову такими глупостями и рассматривать подобную ситуацию как некий атавизм либо ошибку при формировании меморандума — «забыли прикрепить», но потом кому-то где-то разослали.

На этой оптимистичной ноте мы и приступили к исследованию. Для целей анализа все эмитенты были рассмотрены в двух системах координат. Во-первых, нами было рассмотрено, с какими стандартами финансовой отчетности выходили эмитенты на облигационный рынок. Два основных варианта — отчетность по российским стандартам (правилам) бухгалтерского учета (далее РСБУ) и отчетность по международным стандартам финансовой отчетности (далее МСФО). Как мы и ожидали, появился третий вариант — стандарты неизвестны. Если задаться вопросом о том, насколько важны стандарты учета, чем они отличаются, и при этом не вдаваться в терминологию, подробности и т. п., то можно сказать следующее: отчетность по РСБУ считается достоверной, если в ней все операции отражены в соответствии с действующим законодательством. Что же касается

МСФО, то такая отчетность является достоверной, если отражает реальную картину финансового состояния и результатов деятельности компании. Это называется «почувствуйте разницу в формулировках».

Представьте, что вы как организатор в 2004 году разместили облигационный займ для вашего клиента, но он вам пока не заплатил и при этом регулярно подтверждает задолженность. В российской отчетности вся сумма задолженности будет представлена на балансе. В отчетности по МСФО, скорее всего, эта задолженность будет списана на убытки, так как при прочих равных условиях задолженность более года нереальна к взысканию. Этот факт может существенно повлиять на показатели ликвидности и рентабельности компании. Таких примеров достаточно много. Поэтому не удивляйтесь ситуации, когда прибыльная по российским стандартам компания может стать убыточной по МСФО.

Во-вторых, все компании были рассмотрены с точки зрения качества финансовой отчетности. Критерием качества был выбран признак ее аудированности. Так сложилось в цивилизованном мире, что независимый аудитор высказывает мнение о достоверности представленной информации, поэтому аудиторское заключение должно теоретически снижать риски пользователей информации, в этом суть работы аудитора. Кроме критерия аудированности, мы решили добавить еще один показатель в этой шкале оценок, а именно — «управленческая отчетность» (см. Рис. 1).

В России сложилось специфическое определение управленческой отчетности. Это не учет издержек, как это принято в западных учебниках, а некая база данных, которая наиболее полно характеризует финансовое состояние и результаты деятельности компании. Управленческая отчетность в этом понимании не может быть заверена аудитором никогда. Аудитор, заботящийся о своем имени, никогда не сможет вынести положительное публичное заключение, если фискальная бухгалтерия существенно отличается от управленческой отчетности. Даже если в отчетности будут доначислены все налоги и раскрыты все риски компании, теоретически аудитор должен отказаться от работы с указанным клиентом. Не скрою, что в России подобные правила не стали ежедневной практикой, а учитывая ответственность аудиторов, не станут ей и в ближайшее время, но для нас наличие управленческой отчетности всегда является «флажком» повышенного риска, на который стоит обратить внимание.

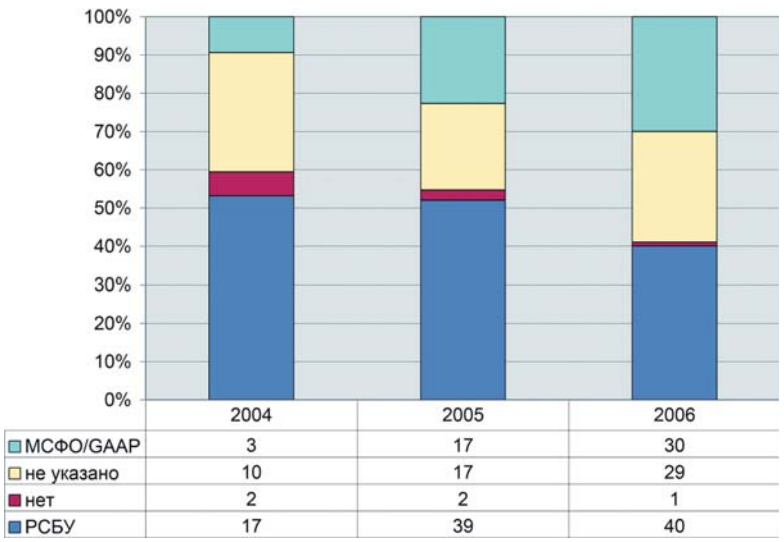

Рис. 1. Стандарты отчетности эмитентов

Итак, разложив все компании в двух осях координат, мы смогли увидеть динамику картины реальности и качества финансовой информации (см. Рис. 1 и 2). Какие выводы можно сделать на основании полученных результатов?

Во-первых, можно констатировать тот факт, что доля «реальной» отчетности, то есть отчетности по МСФО, возрастает. В 2006 году уже 30% компаний третьего эшелона представили информацию о себе в соответствии с международными стандартами, в то время как в 2005 году доля таких компаний была в три раза меньше. Мы прогнозируем продолжение этой тенденции, скорее всего, она даже будет опережающей. Отчетность по МСФО становится не просто правилом хорошего тона, а инструментом, без которого выход на публичный финансовый рынок будет затруднен, станет более трудоемким и, как следствие, неэффективным.

Во-вторых, растет доля компаний, представивших финансовую отчетность, заверенную независимыми аудиторами. При этом настораживает, что как имена самих аудиторов, так и то заключение, которое они выпускают, указываются гораздо реже. Как известно, аудитор может, помимо безусловного заключения о достоверности отчетности, высказать и модифицированное мнение — говоря

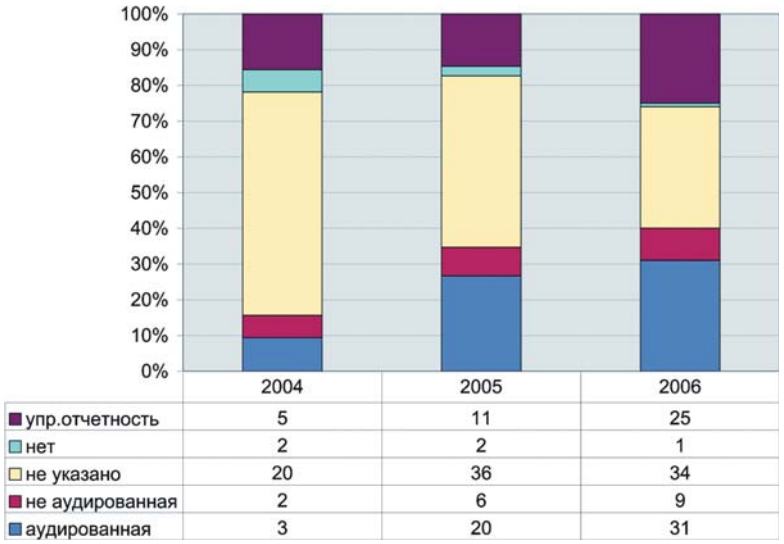

Рис. 2. Тип отчетности эмитентов

по-русски, заключение с оговоркой. Например, аудитор может подтвердить все показатели за исключением той же дебиторской задолженности и прибыли за период (вспомните пример из начала статьи). Не зная этой информации, трудно судить о качестве представленных цифр.

Еще одним неприятным моментом можно считать рост доли компаний, представивших управленческую отчетность. На наш взгляд, это вполне закономерное явление — управленческую отчетность раскрывают, как правило, компании, которые впервые вышли на публичный финансовый рынок. Они еще не прошли процесс юридической и финансовой реструктуризации и проводят агрессивную «оптимизацию» налогообложения, поэтому не могут предложить рынку ничего, кроме «управленческой отчетности». Учитывая тот факт, что на проведение процедур «переупаковки» компании, то есть приведения ее к состоянию «аудитопригодности», уходит минимум 2 года, эти компании смогут представить отчетность, начиная с 2007–2008 годов.

Пока нельзя говорить о большой статистике компаний, длительное время работающих на финансовом рынке. В исследование попало лишь 14 компаний, выпустивших более одного займа за 2004–2006 годы. Из них четыре — «ИНПРОМ», «Промтрактор», «Марта» и «ЛенспецСМУ» — повысили стандарты отчетности, перешли на МСФО (три из 14 компаний изначально имели отчетность по МСФО). Если же говорить о качестве отчетности, то также только 4 компании — «ИНПРОМ», «ЛенспецСМУ», «Натур Продукт» и «Пром-трактор» — представили ко второму займу аудированную отчетность, хотя изначально она была только у одной компании из этого списка — холдинга «Разгуляй». На наш взгляд, эти данные подтверждают тот факт, что реструктуризация бизнеса и переход к прозрачной финансовой структуре не могут быть проведены быстро, они требуют серьезной и длительной работы. Вопрос в том, нужна ли она и чего «стоит» предоставление более качественной информации.

Для того чтобы ответить на этот вопрос, в ходе исследования были рассчитаны средние ставки заимствования за 2004–2006 годы по компаниям третьего эшелона в зависимости от стандартов и качества отчетности (Таблица 1).

Как видно из Таблицы 1, повышение качества и стандартов отчетности снижает стоимость заимствований. Однако мы понимаем, что эти показатели представляют «среднюю температуру по больнице», они посчитаны за три года по всем секторам экономики. Поэтому мы рассчитали средние ставки размещения компаниями третьего эшелона за 2006 год по наиболее широко представленному на рынке облигаций сектору — розничной торговле, причем только по тем компаниям, которые представили консолидированную отчетность (результаты приведены в Таблице 2).

Мы полагаем, что эти данные позволяют наглядно продемонстрировать влияние исследуемых показателей на цену размещения и являются примером того, какова же реальная ценность качественной финансовой информации.

Безусловно, нельзя идеализировать ситуацию и говорить о том, что только благодаря представленной финансовой информации компаниям удалось достичь тех или иных результатов, но абсолютно ясно, что облигационный рынок в России все большее внимание будет уделять качеству эмитентов. Поэтому в ходе подготовки новых займов и раскрытия информации необходимо акцентировать внимание на вопросах качества финансовой отчетности.

На наш взгляд, одним из преимуществ раскрытия информации в 2007 году станет раскрытие комментариев к отчетности и, как уже упоминалось выше, аудиторских заключений. Хотелось бы более подробно остановиться на вопросе предоставления пояснительной записки — в ней раскрывается существенная информация, необходимая для понимания и анализа баланса и отчета о прибылях и убытках, начиная с учетной политики, в которой раскрыты стандарты и правила оценки и учета тех или иных операций, и заканчивая описанием финансовых рисков эмитентов. Не последнее место в этом списке играет информация об операциях со связанными (аффилированными) лицами. Одна из наиболее «больных» тем классического эмитента третьего эшелона — это то, что отсутствие завершенной реструктуризации и подготовки компании к публичной жизни заставляет ее совершать большое количество операций со связанными компаниями. В соответствии как с российскими, так и с международными стандартами, компании обязаны раскрыть информацию об объеме таких операций и ценовой политике в отношении данных операций. Представьте себе, как легко можно манипулировать цифрами отчетности, используя механизм совершения операций по нерыночным ценам со связанными компаниями. Только полное раскрытие финансовой отчетности эмитента может решить эту проблему.

Таблица 1

	Стандарты отчетности				
Качество отчетности	МСФО /GAAP	РСБУ	Не указано	Нет	Общий итог
Аудированная	10.62	11.22	–	–	10.85
Неаудированная	11.19	10.71	–	–	10.98
Не указано	13.02	12.21	12.70	–	12.40
Управленческая отчетность	10.89	12.47	11.87	–	11.95
Нет	–	–	–	14.20	14.20
Общий итог	10.85	11.92	12.35	14.20	11.84

Таблица 2

	Стандарты отчетности			
Качество отчетности	МСФО /GAAP	РСБУ	Не указано	Средняя
Аудированная	9.85	–	–	9.85
Неаудированная	10.26	11.20	–	10.66
Управленческая отчетность	11.40	–	11.35	11.37
Не указано	–	–	12.02	12.02
Средняя	10.37	11.20	11.72	10.98