

## МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ ИССЛЕДОВАНИЯ ИНФОРМАЦИОННОГО ПРОСТРАНСТВА ФИНАНСОВОГО РЫНКА

© 2017 М.А. Алексеев, П.Н. Лихутин\*

**Ключевые слова:** информационное пространство, инвестиционный климат, экстрафинансовая информация, маркеры, конкурентное преимущество.

Подведены итоги авторских исследований, направленных на решение проблем, связанных с принятием финансовых решений. Предложен методологический подход, в рамках которого путем соотнесения классификационных разделов по двум признакам объективности и доступности информации выявлены и теоретически обоснованы определяющие типы информационных потоков. Осуществлена типологическая группировка информационного пространства, позволяющая раскрыть двойственный характер инвестиционного поведения хозяйствующего субъекта во взаимосвязи с его инвестиционной привлекательностью и инвестиционными предпочтениями. Обозначены методологические проблемы оценки информационного пространства на основе финансовой и экстрафинансовой (нефинансовой) информации. Показана необходимость формирования системы маркеров, учитывающих дуалистичный характер некоторых сведений (показателей), извлекаемых из финансовой и экстрафинансовой информации, которые органично и существенно дополняют обоснованность и возможность внутригрупповой трансформации сформированной типологической карты информационного пространства финансового рынка с учетом системной и динамической взаимосвязи разных сторон деятельности организации. Проведен анализ специальной литературы, подтвердивший, что наличие экстрафинансовой информации может рассматриваться как конкурентное преимущество хозяйствующего субъекта в информационном пространстве.

**Постановка проблемы.** Исследование вопросов информационной эффективности финансового рынка выступает одним из востребованных направлений в изучении динамических характеристик экономических систем. С одной стороны, развитие теоретических представлений о механизмах функционирования финансового рынка способно выступить основой разработки практических рекомендаций, способствующих сглаживанию турбулентностей, наблюдаемых в финансовой среде. С другой стороны, получение доказательств неэффективности какого-либо финансового сегмента стимулирует инвесторов, совершая операции соответствующей направленности с недооцененными и/или переоцененными активами, получают возможность реализовать доходность выше нормальной.

Опираясь на представления Р. Солоу, К. Эрроу, Дж. Стиглера, многие отечественные

и зарубежные экономисты предлагают описание механизма принятия ограниченно рациональных финансовых решений в условиях неопределенности, связанного с качественными и количественными характеристиками доступной информации и учитывающего возможности последующей адаптации хозяйствующих субъектов к неблагоприятным последствиям. Исходя из определения ограниченной рациональности Д. Норта<sup>1</sup>, выделим три ключевых вопроса, на которые пытаются дать ответ современные экономические теории:

- ◆ определение целей, преследуемых индивидом в процессе выбора, и способ их формализации через целевую функцию;
- ◆ описание множества допустимых альтернатив по распределению ограниченных ресурсов, на основе которых решается задача выбора;
- ◆ учет ограничений на познавательные усилия по расшифровке информации об ок-

\* Алексеев Михаил Анатольевич, кандидат экономических наук, зав. кафедрой корпоративного управления и финансов. E-mail: m.a.alekseev@nsuem.ru; Лихутин Павел Николаевич, кандидат экономических наук, доцент. E-mail: p.n.lihutin@edu.nsuem.ru. - Новосибирский государственный университет экономики и управления "НИНХ" (НГУЭУ).

ружающем мире и механизм реализации стремления индивида к их экономии.

Целью настоящего исследования является решение методологических проблем построения типологической группировки информационного пространства финансового рынка, позволяющей выделить основные модели поведения при принятии финансовых решений и предложить подходы к оценке инвестиционного климата.

Исходя из поставленной цели, сформулируем задачи исследования:

- ◆ построить и описать типологическую группировку информационного пространства финансового рынка;

- ◆ сформулировать основные методологические проблемы оценки выделенных качественных признаков;

- ◆ предложить пути решения выявленных методологических проблем.

**Типологическая группировка информационного пространства финансового рынка.** Построение типологической карты информационного пространства финансового рынка осуществлено через разделение общедоступной и конфиденциальной, выраженной и скрытой информации.

Опираясь на положения ст. 30 Федерального закона “О рынке ценных бумаг” № 39-ФЗ, определим общедоступную информацию как информацию, не требующую привилегий для доступа к ней или подлежащую раскрытию в соответствии с законом. Общедоступную информацию можно подразделить на публичную и информационный шум. К публичной информации относятся общедоступные сведения (сообщения, данные), изменения, модификации и интерпретации которых сопровождаются возникновением законодательно обусловленной ответственности. Модификация общедоступной информации без законодательно обусловленных последствий порождает информационный шум.

К служебной информации относится любая информация о хозяйствующем субъекте, не являющаяся общедоступной. Компании устанавливают ограничения в доступе к служебной информации для третьих лиц, а именно лиц, не занимающих соответствующего служебного положения, не имеющих трудовых обязанностей или заключенного договора. По указанному признаку служебная

информация является одним из видов конфиденциальной информации.

С точки зрения классификационного признака “объективность” разделим информацию на выраженную и скрытую. Использование выраженной информации при принятии хозяйственных решений не сопровождается дополнительными затратами. Напротив, скрытая информация способна принести дополнительные выгоды, являющиеся аналогом квазиаренты, но ее обработка требует затрат со стороны участника рыночных отношений.

Предлагаемый подход позволил сформировать ключевые признаки разделения генеральной совокупности объектов наблюдения по классам, исходя из оценки уровня достоверности и степени раскрытия информации.

Рассмотрим представления В. Нидерхоффера (V. Niederhoffer)<sup>2</sup> для обозначения основных стратегий поведения хозяйствующих субъектов в информационном пространстве финансового рынка.

Компании, принадлежащие к виду, обозначенному на рисунке как “*травоядные*”, стремятся максимально раскрыть информацию о себе, сообщая участникам рыночных отношений достоверные сведения. Цель подобной стратегии заключается в выработке “привязанности к дому” или “привычки к привычному”<sup>3</sup>. К указанному виду можно, например, отнести компании коммунального сектора, которые представляют не только финансовую (бухгалтерскую) отчетность, но и информацию, связанную с механизмами выработки тарифной политики. Подобная информационная стратегия способствует максимальной инвестиционной привлекательности, и, как отмечается в ряде исследований<sup>4</sup>, инвесторы, покупающие акции коммунального сектора, остаются совладельцами бизнеса независимо от поведения финансового рынка. Обработка публичной выраженной информации множеством потенциальных покупателей делает рыночную оценку активов справедливой, а сами активы приобретаются в портфели долгосрочных инвесторов, задачей которых является реализация стратегии следования за рынком. При этом у инвесторов складывается ощущение “запаса надежности”, что позволяет ему избавиться от необходимости точного прогнозирования будущего. Как отмечает Б. Грэм, “достаточно боль-

		Выраженная информация	Скрытая информация
Общедоступная информация	Публичная информация	"Травоядные"	"Растения"
	Информационный шум	"Паразиты"	"Плотоядные"
Конфиденциальная информация	Служебная информация	"Симбионты"	"Мимикрия"

Рис. Типологическая карта информационного пространства финансового рынка

шой "запас надежности" позволяет инвестору ощущать себя в безопасности, всего лишь предположив, что будущая прибыль существенно не снизится по сравнению с прошлой"<sup>5</sup>.

Информационная стратегия компаний-"растений" ориентирована, с одной стороны, на перевод конфиденциальной информации в общедоступную, а с другой стороны, предполагает существование значимой скрытой компоненты. Так, в частности, реальные показатели прибыли компании могут быть скрыты за реструктуризацией расходов<sup>6</sup>. Стратегия компаний, принадлежащих данному виду, рассчитана на то, что выбор части инвесторов, основанный на экстраполяции прошлых финансовых результатов, падет на акции компаний, демонстрировавших высокие показатели прибыли. Поскольку публичная информация объективно не отражает действительное экономическое состояние компаний, их менеджмент рассчитывает на то, что инвесторы, проведя недостаточно глубокую аналитическую обработку имеющейся информации, оценят предлагаемые им финансовые активы ошибочным образом. При этом информация, раскрываемая эмитентом, не навязывается прочим участникам рыночных отношений.

"Паразиты", строя свою информационную стратегию, ориентированы на формирование максимального информационного шума вокруг раскрываемой ими выраженной информации, рассчитывая на то, что высокая частота, подробность и объемы публичных раскрытий привлекают дополнительных спекулянтов, что повысит ликвидность предлагаемых ими финансовых активов. Б. Грэм отмечает, что "некоторые компании буквально заваливают рынок пресс-релизами, в которых всюду расписываются открывающиеся перед ними временные, вполне тривиальные или совсем уж иллюзорные "возможности"<sup>7</sup>.

Информационная стратегия компаний, входящих в группу "плотоядные", направле-

на на использование информационного шума при максимальном сокрытии информации, характеризующей реальное состояние хозяйствующего субъекта. Раскрываемая информация "навязывается" участникам рыночных отношений. Подтверждение подобной стратегии мы находим у Б. Грэма в части обсуждения фантазий на тему гипотетической (proforma) прибыли<sup>8</sup>, а также при описании навязчивой рекламы интернет-брокеров, "подстрекающих инвесторов торговать много и быстро"<sup>9</sup>.

"Симбионты", сохраняя информацию, связанную с функционированием компании в рамках конфиденциальных границ, готовы ею делиться ради установления долгосрочных партнерских отношений и предпринимают систематические действия, направленные на устранение возможного негативного влияния скрытой информации на взаимодействие с контрагентами через установление партнерских отношений. Подобные партнерские отношения, в нашем понимании, могут быть обозначены как поведение "симбионтов". Институты формирования партнерских отношений достаточно полно изучены Е.В. Поповым<sup>10</sup>.

Компании, информационную стратегию которых мы обозначили как "мимикрия", не только не стремятся сделать конфиденциальную информацию общедоступной, но и в рамках служебной информации осуществляют максимальные сокрытия. В частности, к рассматриваемому виду принадлежат железнодорожные компании, для которых невозможно определить реальный уровень эффективности деятельности в силу их особенностей ведения бухгалтерского учета<sup>11</sup>. Кроме того, к данному виду относятся компании, имеющие подразделения "специального назначения", которые берут на свой баланс "токсичные" активы материнской компании<sup>12</sup>.

Таким образом, представленная типологическая группировка информационного пространства, обобщенная на рисунке, на-

ходит подтверждение в работах Б. Грэма, который, описывая различные стратегии поведения хозяйствующих субъектов, не сделал обобщающую классификацию.

**Методологические проблемы оценки информационного пространства.** Для реализации поставленной цели необходимо присвоить намеченным группам качественные признаки, что осложняется рядом методологических проблем.

Первая проблема заключается в том, что исследования, посвященные выявлению признаков скрытой информации<sup>13</sup>, как правило, предполагают, что генеральная совокупность состоит из двух групп объектов: предоставивших достоверные данные и информацию, сформированную с преднамеренными искажениями. В реальности, исходя из дальнейшей классификации, выраженная и скрытая информация распадается на большее количество подклассов, часть из которых носит вложенный характер и может быть упорядочена по соответствующим структурным уровням. На первом уровне классификации необходимо осуществить разделение информации на содержащую и не содержащую ошибки. Второй классификационный уровень делит информацию, содержащую ошибки, на классы по степени ее существенности. Третий уровень классификации должен относить к разным подклассам информацию, раскрытую с непреднамеренными ошибками, и информацию, сознательно искаженную. Следующий - четвертый - классификационный уровень заключается в разделении информации по подклассам с позиций наличия признаков ее вуалирования ("под вуалированием баланса следует понимать такую форму составления баланса, которая делает хозяйственные факты не ясными или трудно выявляемыми, так что получается неточная или неправильная картина экономического положения соответствующего предприятия", - считал И.Ф. Шерр)<sup>14</sup>, а также признаков манипулирования и мошеннического представления. На последнем - пятом - уровне классификации необходимо разделить информацию в зависимости от интересов групп стейкхолдеров.

Вторая методологическая проблема обусловлена сложностями построения в рамках выделенных признаков соответствующих шкал, позволяющих с достаточной степенью

уверенности отнести хозяйствующий субъект к соответствующей группе как по качеству, так и по степени раскрытия информационных потоков. Рассматриваемая проблема связана, на наш взгляд, с развитием во временной перспективе методов построения интегральных показателей выявления недостоверности информации, что уходит корнями в модификацию процедур предсказания банкротства компаний<sup>15</sup>. В случаях банкротства обучающая выборка может быть легко сформирована на исторических данных внутри ограниченного временного интервала, что позволяет "без особого труда" выделить соответствующие классификационные признаки. Для построения традиционными методами интегрального показателя, способного указать на наличие скрытой информации, также необходимо формирование обучающей выборки, что, как показывает опыт, всегда сопровождается существенными методологическими сложностями и требует от исследователя дополнительной аналитической работы.

Так, формирование обучающей выборки в рамках традиционных исследовательских процедур<sup>16</sup>, как правило, осуществляется, опираясь на данные расследований, проведенных соответствующим контрольно-регулирующим органом, например, Комиссией по рынку ценных бумаг США (U.S. SEC). Подобный подход способствует смещению значений показателей объектов наблюдения в выборках, поскольку контрольно-регулирующий орган проверяет отчетность преимущественно молодых, растущих фирм, и именно из их числа и выявляются компании, искажающие информацию. Для получения уверенности *ex ante* в несмещенности значений характеристик объектов обучающих выборок необходимо осуществить проверку совпадения выборочных статистик значений следующих показателей: возраста компаний, размера выручки и величины совокупных активов. После построения интегрального показателя искажения информации подтверждение его корректности *ex post* можно осуществить через рассмотрение совпадения статистик данных показателей для компаний, относящихся к различным классам.

Третья группа проблем связана с тем, что использование вышеописанных подходов по-

зволяет формировать обучающие выборки с достаточным количеством объектов наблюдений только через объединение выявленных и доказанных случаев наличия скрытой информации за несколько десятилетий. Как следствие, обучающая выборка объединяет информацию о деятельности компаний, функционирующих в различных экономических условиях, применяющих различные способы отражения хозяйственных операций и раскрывающих информацию в соответствии с различными регулятивными требованиями, что существенно ослабляет предсказательную силу создаваемых интегральных показателей, направленных на выявление скрытой информации.

Некоторые исследования в рамках проверки достоверности информации одновременно реализуют несколько методических подходов при построении обучающей выборки<sup>17</sup>. Так, М. Бениш (M.D. Beneish) при построении интегрального показателя M-Score сформировал обучающую выборку из отчетов, составленных компаниями с существенными искажениями. При этом аналитик опирался как на данные расследований, проведенных Комиссией по рынку ценных бумаг США (U.S. SEC), так и на материалы средств массовой информации, сообщавших о случаях манипулирования отчетностью, подтвержденных в дальнейшем аудиторскими заключениями. Верифицируя сообщения в СМИ, исследователь был вынужден затратить большое количество усилий для максимально достоверного отделения случаев фактического манипулирования отчетностью от слухов по ее предположительной недостоверности - от "информационного шума"<sup>18</sup>. Если отбор в обучающую выборку производится различными методическими подходами, как, например, в исследовании М. Бениша (Beneish M.D.)<sup>19</sup>, то дополнительно необходимо провести проверку характеристик объектов на их статистическую непротиворечивость.

При формировании обучающей выборки исследователи, стремясь сохранить ее однородность, не включают в нее объекты наблюдений по следующим основаниям:

- ◆ деятельность компаний осуществлялась в области предоставления финансовых услуг;
- ◆ полная отчетность компаний отсутствовала в электронных базах данных;

- ◆ объект наблюдения являлся некоммерческой организацией;

- ◆ объект наблюдения был компанией, имевшей юрисдикцию, отличную от юрисдикции государственного органа, проводившего расследование достоверности составления финансовой отчетности<sup>20</sup>.

**Пути решения выявленных методологических проблем.** Обозначенные выше методологические проблемы необходимо рассматривать в контексте возможности решения задачи формирования качественно однородных совокупностей данных с целью построения количественно верифицируемой типологии информационного пространства. Предлагаемое авторами решение находится в выделении общедоступной, конфиденциальной, выраженной, скрытой информации на основе качественно-количественного подхода к получению однородных статистических данных, известного также как "совокупностная концепция"<sup>21</sup>.

Разграничение информационного пространства финансового рынка по типам (выраженная, скрытая) проявляется как существенная особенность общности в целом, что позволяет связывать и обобщать данные, относящиеся к каждому типу. Последнее, в свою очередь, создает предпосылки обращения к другим качественным и количественным методам статистического анализа. Основанием для подобного алгоритма действий служит использование выявленного двойственного характера информационных потоков, обоснованного предложенной выше типологической группировкой и подтвержденного практическим применением ряда методов в рамках методологии "красных флагов".

Методология "красных флагов", предложенная профессиональным сообществом, сформировалась при преодолении части описанных выше методологических проблем, служа целям количественного и качественного разделения информационных потоков. Практический опыт показывает, что использование алгоритмов, сформированных в рамках данного подхода, позволяет с наименьшими затратами выявлять скрытую информацию, осуществлять ее трансформацию в явную с последующим использованием при принятии решений на финансовом рынке. Суть рассматриваемой методологии заклю-

чается в выделении признаков, получивших многократное практическое подтверждение, позволяющих сделать вывод о том, что выраженная информация уже содержит или может содержать в будущем скрытую компоненту, делающую оценку финансовых активов недостоверной и/или неприемлемой для лиц, принимающих инвестиционные решения.

Обобщением методов и развитием методологии “красных флагов” занимается Ассоциация сертифицированных специалистов по расследованию хищений (Association of Certified Fraud Examiners, ACFE). При этом сформированные в рамках рассматриваемого методологического подхода методы в основном базируются на аналитических процедурах анализа служебной информации, которая является конфиденциальной и находится под режимом коммерческой тайны. Для выявления скрытой информации материалы ACFE требуют применения различных способов анализа документальных источников, в большинстве своем содержащих служебную информацию<sup>22</sup>.

Широкое использование в рамках методологии “красных флагов” методов, основанных на анализе служебной информации, приводит к двум важным последствиям: во-первых, со стороны аналитического и инвестиционного сообществ возникает недооценка предсказательной силы публичной информации, доступной участникам рыночных отношений; во-вторых, процесс перевода скрытой информации в явную начинает осуществляться и регулироваться самим эмитентом финансовых активов по мере возникновения необходимости, в то время как прочие участники рыночных отношений вынуждены нести существенные расходы и по оценке специфических рисков, и по определению справедливой стоимости финансовых активов. Вышеизложенное требует дальнейших исследований, направленных на развитие методологии “красных флагов”.

Таким образом, сущность методологии “красных флагов” заключается в противопоставлении информации, полученной из различных источников. Использование кассового метода и метода начислений позволяет реализовать аналитические процедуры сопоставления данных в рамках раскрытой финансовой информации, сравнивая изменения

статей отчета о финансовом состоянии за период со статьями отчета о движении денежных средств. Другой путь развития заключается в сопоставлении финансовой и экстрафинансовой информации. Остановимся на этом более подробно.

В качестве основных недостатков финансовой информации выделяют, во-первых, ее направленность на отражение прошлых, уже свершившихся событий; во-вторых, возможность искажения данных со стороны лиц, принимающих управленческие решения; в-третьих, отсутствие отображения состояния бизнес-среды, в которой компания функционирует. Указанные недостатки усугубляются под воздействием общеэкономических тенденций, таких как глобализация, формирование нового экономического уклада, основанного на знаниях, ускорение технологических обновлений, учет экологической составляющей в экономических процессах и повышающиеся требования к социальной ответственности бизнеса. Таким образом, инвестиционные решения, принимаемые на основе только финансовой информации, приводят к систематическим ошибкам, поэтому для участников рыночных отношений становится невозможным определение справедливой стоимости компании с достаточной степенью достоверности.

Со временем относительная значимость выраженной финансовой информации неуклонно снижается, поскольку на ее основе затруднительно осуществлять корректную оценку источников создания стоимости компании, таких, например, как интеллектуальный и/или человеческий капитал.

Объективные ограничения в использовании финансовой информации смещают акцент применяемых аналитических процедур в сторону выделения, обработки и анализа экстрафинансовой информации, которая позволяет определить справедливую стоимость компаний с большей достоверностью<sup>23</sup>. В специальной литературе экстрафинансовая информация часто называется нефинансовой или прочей информацией<sup>24</sup>.

Четкое определение категории “экстрафинансовая информация” в настоящий момент времени отсутствует. Нормы формирования информационных массивов, считающихся экстрафинансовыми, законодательно

не установлены. Компании, опираясь на свои представления, раскрывают экстрафинансовую информацию в индивидуально создаваемых информационных регистрах. Подобное поведение хозяйствующих субъектов объясняется тем, что экстрафинансовая информация отображает различные аспекты деятельности компаний, такие, например, как успешность реализации принятой стратегии развития, эффективность сложившейся структуры управления, достаточность проникновения в бизнес-процессы систем внутреннего контроля и управления рисками, достижимость принятого уровня социальной ответственности. Тем не менее, ряд авторов<sup>25</sup> предлагают считать экстрафинансовой (нефинансовой) информацией такую информацию, которая не раскрывается непосредственно в бухгалтерской (финансовой) отчетности, сформированной в соответствии с законодательно установленными нормами, но отражает существенные количественные и качественные аспекты деятельности компании, позволяющие более точно оценить эффективность ее функционирования.

На наш взгляд, использование термина “экстрафинансовая информация” в большей степени отражает внутреннее содержание рассматриваемой категории, поскольку подчеркивает раскрытие динамических и системных взаимодействий между разными аспектами деятельности организации, объясняющими ее способность создавать стоимость в различной временной перспективе<sup>26</sup>. Кроме того, поддерживаемое нами понятие усиливает тот факт, что экстрафинансовая информация является не противопоставлением и отрицанием, а органическим и необходимым дополнением финансовой информации, ее естественным расширением.

Как уже было отмечено, по своему содержанию экстрафинансовая информация существенно шире традиционного набора бухгалтерских (финансовых) данных, преобразуемых в финансовые показатели, порядок расчета которых определен консенсусом аналитического сообщества. Сущность экстрафинансовой информации заключается в отображении динамических характеристик трансформации запаса стоимости хозяйствующего субъекта через документальное отображение потоков трансформации финансового,

производственного, интеллектуального, человеческого, социально-репутационного и природного капитала.

Таким образом, возникает осознанная необходимость формирования системы маркеров, учитывающих дуалистичный характер некоторых сведений (показателей), извлекаемых из финансовой и экстрафинансовой информации, которые органично и существенно дополняют обоснованность и возможность внутригрупповой трансформации сформированной типологической карты информационного поля финансового рынка с учетом системной и динамической взаимосвязи разных сторон деятельности организации. Синтез финансовой и экстрафинансовой информации, проявляющийся в использовании системы маркеров, не отрицает применения методологии “красных флагов”, а лишь естественным образом расширяет ее, поскольку маркеры позволяют учитывать динамический характер процессов организации в их системной взаимообусловленности на основе анализа в числе прочего финансовой информации, служащей информационной базой для методологии “красных флагов”.

Другой положительной стороной введения системы маркеров является расширение возможностей использования финансовой и экстрафинансовой информации в таких современных направлениях совершенствования информационного обеспечения бизнес-процессов, как, во-первых, система интегрированной отчетности (*integrated reporting*), взаимовязывающая и объединяющая финансовую и нефинансовую отчетность, и, во-вторых, система сбалансированных показателей. Состояние и тенденции развития нефинансовой отчетности в России рассматриваются в работах ряда авторов<sup>27</sup>. Теоретические основы формирования системы экстрафинансовой информации компании изложены Р. Капланом и Д. Нортон, разработавшими методологию перевода стратегии компании через определение целей в рамках стратегической карты в систему сбалансированных показателей (ССП)<sup>28</sup>.

К. Иттнер (C.D. Ittner) и Д. Ларкер (D.F. Larcker), рассматривая индексы удовлетворенности потребителей, впервые доказали существование статистически значимой взаимосвязи между финансовыми результа-

тами деятельности хозяйствующих субъектов и изменением показателей, относящихся к экстрафинансовым<sup>29</sup>. Б. Бен (B. Behn) и Р. Райлей (R. Riley) установили, что экстрафинансовая информация в отрасли авиаперевозок способна улучшить предсказательную силу построения финансовых прогнозов квартальной выручки, расходов и чистой прибыли рассматриваемых компаний<sup>30</sup>.

М.Л. Пятов на основе эволюционного синтеза представлений теории Ч. Дарвина (C.R. Darwin), теории праздного класса Т. Веблена (T.V. Veblen), модели потребления новых продуктов Ф. Басса<sup>31</sup> и законов социального подражания Г. Тарда (G. Tarde) ассоциировал компании по аналогии с физическими лицами с единицами социальной жизни и привел доказательства того, что наличие общедоступной экстрафинансовой (нефинансовой) информации, публикуемой компаниями, является их конкурентным преимуществом, формируемым в информационном пространстве финансового рынка<sup>32</sup>.

Как показали статистические исследования, проведенные под эгидой Международного совета по интегрированной отчетности (МСИО), 44% институциональных инвесторов и 20% финансовых аналитиков используют экстрафинансовую информацию при выработке инвестиционного решения<sup>33</sup>. Аналогичные результаты были получены ранее в независимых исследованиях для телекоммуникационной отрасли и отрасли авиаперевозок<sup>34</sup>.

Как показывают материалы МСИО, первоочередное внимание со стороны и инвесторов, и финансовых аналитиков уделяется показателям, характеризующим структуру управления компанией. Для инвесторов следующей по существенности является информация о состоянии интеллектуального и человеческого капитала, в то время как финансовые аналитики отдают приоритет изучению социально-репутационного и природного капитала.

Ряд аналитических исследований подтвердил наличие корреляционной зависимости между фактами раскрытия экстрафинансовой информации и динамикой цен финансовых активов<sup>35</sup>. Использование экстрафинансовой информации в финансовом анализе играет двоякую роль: во-первых, применение дан-

ной информации увеличивает аккуратность аналитических прогнозов деятельности компаний; во-вторых, позволяет применить аналитический инструментальный выявление признаков искажения финансовой отчетности.

Одно из первых исследований, посвященных вопросам использования экстрафинансовой информации для выявления искажений в финансовой отчетности, проведено коллективом аналитиков во главе с М. Зимбельманом (M.F. Zimbelman)<sup>36</sup>. В дальнейшем данный коллектив выявил корреляционную зависимость между финансовыми результатами деятельности хозяйствующих субъектов и сопутствующими изменениями определенного набора показателей, относящихся к экстрафинансовым<sup>37</sup>. Тем самым на аналитическом уровне была заложена возможность построения индикаторов, позволяющих оценить степень достоверности составления финансовой отчетности. В упомянутом исследовании из всего массива экстрафинансовой информации использовались следующие показатели: списочная численность сотрудников компании; количество торговых точек, имеющих в наличии; суммарный размер производственных площадей и количество зарегистрированных патентов. Источником экстрафинансовой информации послужили данные пояснений к годовым финансовым отчетам.

В другом исследовании указанные авторы, сравнивая различные экономические показатели деятельности компаний, составляющие как достоверную, так и искаженную финансовую отчетность, сделали вывод о том, что для последних рост выручки не подтверждается соответствующими трансформациями показателей экстрафинансовой информации, отражающих изменения в количестве точек реализации готовой продукции<sup>38</sup>.

Выявление существенных расхождений между финансовой и экстрафинансовой информацией обоснованно считается свидетельством информационного манипулирования (манипулирования отчетностью)<sup>39</sup>.

Как показало исследование ряда специалистов, искажение экстрафинансовой информации сопряжено с большими сложностями, чем искажение финансовой информации<sup>40</sup>. Это объясняется тем, что, во-первых, экстрафинансовые данные могут быть получены из независимых информационных источников,



на которые руководство компании-манипулятора не сможет оказать давление; во-вторых, достоверность экстрафинансовых данных (например, количество сотрудников и/или имеющиеся производственные мощности), раскрытых в финансовой отчетности, проходит сверку при аудиторских проверках; в-третьих, количество лиц внутри компании, связанных с составлением и обработкой экстрафинансовой информации, существенно больше, чем количество лиц, формирующих финансовую информацию, и, соответственно, искажение экстрафинансовой информации требует вовлечения в мошеннический сговор большого количества сотрудников; в-четвертых, синхронизованное искажение финансовой и экстрафинансовой информации требует существенной аналитической работы.

Сложности в искажении экстрафинансовых показателей стимулируют исследователей к их использованию при построении индексов оценки достоверности финансовой отчетности. В частности, коллектив авторов<sup>41</sup>, традиционно занимающийся вопросами выявления искажений финансовой отчетности, в одной из своих последних работ использовал такие показатели экстрафинансовой информации, как проведение эмиссии ценных бумаг, существенные изменения в списочной численности работников компании, наличие объектов, находящихся в операционной аренде, сопоставление доходности активов и доходности финансового индекса.

**Выводы.** Выявлена ключевая роль сопоставления финансовой и экстрафинансовой информации при формировании методологических подходов к описанию информационного пространства финансового рынка. В основе предложенной методологии лежит выделение доминирующих типов поведения хозяйствующих субъектов, анализ которых позволяет получить обобщенную оценку инвестиционного климата. Построена типологическая группировка основных стратегий поведения, и раскрыт двойственный динамический характер отношений, формирующихся в информационном пространстве. Установлено, что поведение хозяйствующего субъекта служит показателем его инвестиционной привлекательности с учетом объективности финансовой информации и выступает как фактор, формирующий инвестиционные предпоч-

тения с учетом доступности финансовой и нефинансовой информации.

Обозначены методологические проблемы оценки информационного пространства на основе финансовой и экстрафинансовой информации. Обоснована необходимость формирования системы маркеров, учитывающих дуалистичный характер некоторых сведений (показателей), извлекаемых из финансовой и экстрафинансовой информации, которые органично и существенно дополняют обоснованность и возможность внутригрупповой трансформации сформированной типологической карты информационного пространства финансового рынка. Подтверждено, что наличие экстрафинансовой информации является конкурентным преимуществом компании, формируемым в информационном пространстве.

<sup>1</sup> North D. Institutions, institutional change and economic performance. Cambridge University Press, 1990. 159 с.

<sup>2</sup> Niederhoffer V. Education of a Speculator. New York : John Wiley & Sons, 1998. 464 p.

<sup>3</sup> Грэм Б. Разумный инвестор: Полное руководство по стоимостному инвестированию : пер. с англ. 4-е изд. Москва : Альпина Паблицер, 2017. С. 135.

<sup>4</sup> Там же. С. 24

<sup>5</sup> Там же. С. 496.

<sup>6</sup> Там же. С. 420.

<sup>7</sup> Там же. С. 304.

<sup>8</sup> Там же. С. 319.

<sup>9</sup> Там же. С. 261.

<sup>10</sup> Попов Е.В. Институты. Екатеринбург : Изд-во Ин-та экономики УрО РАН, 2015. 712 с.

<sup>11</sup> Грэм Б. Указ. соч. С. 173.

<sup>12</sup> Там же. С. 313.

<sup>13</sup> Bolton R.J., Hand D.J. Statistical Fraud Detection: A Review // Statistical Science. 2002. № 17. С. 235-255; Kanapickiene R., Grundiene Z. The Model of Fraud Detection in Financial Statements by Means of Financial Ratios // Procedia - Social and Behavioral Sciences. 2015. № 213. P. 321-327.

<sup>14</sup> Шерр И.Ф. Бухгалтерия и баланс. Москва : Экон. жизнь, 1925. С. 456.

<sup>15</sup> Stice J.D. Using Financial and Market Information to Identify Pre-Engagement Factors Associated with Lawsuits against Auditors // The Accounting Review. 1991. № 66. P. 516-533.

<sup>16</sup> Perols J.L., Lougee B.A. The relation Between Earnings Management and Financial Statement Fraud // Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting. 2011. № 27. P. 39-53.

- <sup>17</sup> *Beneish M.D.* The detection of earnings manipulation // *Financial Analysts Journal*. 1999. № 55. P. 24-36.
- <sup>18</sup> Там же.
- <sup>19</sup> *Beneish M., Lee C., Nichols C.* Earnings Manipulation and Expected Returns // *Financial Analysts Journal*. 2013. № 69. P. 57-82.
- <sup>20</sup> См.: Там же; *Perols J.L., Lougee B.A.* Op. cit.
- <sup>21</sup> См.: *Глинский В.В.* Портфельный анализ в статистическом исследовании клиентов предприятия // *Финансы и бизнес*. 2009. № 1. С. 86-93; *Его же.* Статистические методы поддержки управленческих решений. Новосибирск : Изд-во НГУЭУ, 2008. 256 с.
- <sup>22</sup> Association of Certified Fraud Examiners Report to the nations on occupational fraud and abuse. Austin, TX: The Association, 2010. Ст. 3. 818.
- <sup>23</sup> International Federation of Accountants (IFAC) Enhancing organizational reporting // IFAC Policy Position 8. New York, 2013. 8 p.
- <sup>24</sup> См.: Международный стандарт <ИО>. URL: 13-12-08-THE-INTERNATIONAL-IR-FRAMEWORK.docx\_en-US\_ru-RU.pdf (дата обращения: 30.01.2017); International Federation ...
- <sup>25</sup> См.: *Amir E., Lev B.* Value-relevance of nonfinancial information: The wireless communications industry // *Journal of Accounting and Economics*. 1996. № 22 (1). P. 3-30; *Cohen J., Krishnamoorthy G., Wright A.* Waste is our business inc.: The importance of non-financial information in the audit planning process? // *Journal of Accounting Education*. 2008. № 26 (3). P. 166-178.
- <sup>26</sup> Международный стандарт <ИО>.
- <sup>27</sup> См.: *Бородина Ю.Б., Отставных А.Ю.* Состояние и тенденции развития нефинансовой отчетности российских компаний // *Актуальные направления фундаментальных и прикладных исследований : материалы IX Междунар. науч.-практ. конф.* Новосибирск, 2016. С. 162-169; *Бородина Ю.Б., Савельева М.Ю.* Отчетность в области устойчивого развития: место в системе нефинансовых отчетов, руководство к применению // *Современное коммуникационное пространство: анализ состояния и тенденции развития : материалы Междунар. науч.-практ. конф. / под ред. И.В. Архиповой ; М-во образования и науки РФ, Новосиб. гос. пед. ун-т.* Новосибирск, 2016. С. 64-67.
- <sup>28</sup> *Каплан Р.С., Нортон Д.П.* Стратегические карты. Трансформация нематериальных активов в материальные результаты. Москва : Олимп-Бизнес, 2005. 512 с.
- <sup>29</sup> *Ittner C.D., Larcker D.F.* Are Nonfinancial Measures Leading Indicators of Financial Performance? An Analysis of Customer Satisfaction // *Journal of Accounting Research*. 1998. № 36. P. 1-35.
- <sup>30</sup> *Behn B., Riley R.* Using Nonfinancial Information to Predict Financial Performance: The Case of the U.S. Airline Industry // *Journal of Accounting, Auditing & Finance*. 1999. № 14. P. 29-56.
- <sup>31</sup> *Bass F.M.* A New Product Growth for Model Consumer Durables // *Management Science*. Vol. 15. 1969. № 5. P. 215-227.
- <sup>32</sup> *Пятов М.Л.* Отчетность как элемент конкурентных преимуществ компаний: тенденции и закономерности // *Вестник НГУЭУ.* Новосибирск, 2016. № 4. С. 10-32.
- <sup>33</sup> The value of extra-financial disclosure. What investors and analysts said. URL: <https://www.globalreporting.org/resource/library/the-value-of-extra-financial-disclosure.pdf> (дата обращения: 10.03.2017).
- <sup>34</sup> См.: *Amir E., Lev B.* Op. cit.; *Riley R.A., Preason T., Trompeter G.* The Value Relevance of Non-Financial Performance Variables: The Case of the Airline Industry // *Journal of Accounting and Public Policy*. 2003. № 22. P. 231-254.
- <sup>35</sup> См.: *Fernandez B., Callen Y., Gadea J.* Stock price reaction to non-financial news in European technology companies // *European Accounting Review*. 2011. № 20 (1). P. 81-111; *Matsumoto D., Pronk M., Roelofsens E.* What makes conference calls useful? The information content of managers' presentations and analysts' discussion sessions // *The Accounting Review*. 2011. № 86 (4). P. 1383-1414.
- <sup>36</sup> *Nieschweitz R., Schultz J.J., Zimbelman M.F.* Empirical Research on External Auditors' Detection of Financial Statement Fraud // *Journal of Accounting Literature*. 2000. № 19. P. 190-246.
- <sup>37</sup> *Brazel J.F., Jones K.L., Zimbelman M.F.* Using Nonfinancial Measures to Assess Fraud Risk // *Journal of Accounting Research*. 2009. № 47 (5). P. 1135-1166.
- <sup>38</sup> *Brazel J.F., Jones K.L., Zimbelman M.F.* Using Nonfinancial Measures to Assess Fraud Risk. July 20, 2009. URL: <https://ssrn.com/abstract=886545> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.886545> (дата обращения: 10.03.2017).
- <sup>39</sup> *Brazel J.F., Jones K.L., Zimbelman M.F.* Op. cit.
- <sup>40</sup> Retail Investors' Perceptions of the Decision-Usefulness of Economic Performance, Governance, and Corporate Social Responsibility Disclosures / J. Cohen [et al.] // *Behavioral Research in Accounting*. 2011. № 23 (1). P. 109-129.
- <sup>41</sup> Predicting Material Accounting Misstatements / P.M. Dechow [et al.]. URL: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=997483](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=997483) (дата обращения: 11.03.2017).

Поступила в редакцию 18.04.2017 г.