

РАСКРЫТИЕ ИНФОРМАЦИИ РОССИЙСКИМИ КОМПАНИЯМИ: РЕЗУЛЬТАТЫ ЭМПИРИЧЕСКОГО ИССЛЕДОВАНИЯ

Л. С. РУЖАНСКАЯ

Уральский государственный университет

Слабая защита прав собственников, неразвитость фондового рынка и вмешательство государства в работу крупного бизнеса обуславливают слабую связь между прозрачностью и финансовыми результатами российских компаний. На выборке 30 крупнейших торгуемых корпораций показано, что увеличение прозрачности бизнеса, наряду с фундаментальными характеристиками компаний, влияет на рыночную оценку финансовых результатов в виде повышения цены акций. Также обнаружено, что на раскрытие информации российскими компаниями существенное влияние оказывает их размер.

Ключевые слова: раскрытие информации, корпоративное управление, финансовые результаты деятельности компании.

Одна из задач корпоративного управления в компании состоит в обеспечении своевременного и точного раскрытия информации по всем существенным вопросам¹, включая финансовое положение, результаты деятельности, собственность и управление компанией [Принципы..., 1999, с. 17]. Раскрытие информации является основой

для рыночного мониторинга компаний и играет ключевую роль в осуществлении акционерами своего права голоса. Строгий режим раскрытия информации позволяет: защитить интересы инвесторов и снизить оппортунизм менеджеров и крупных акционеров; повысить доверие к фондовым рынкам; снизить стоимость капитала и

¹ Перечень существенной информации, подлежащей раскрытию, зафиксированный «Принципами корпоративного управления ОЭСР», включает, среди прочего, сведения о: (1) результатах финансовой и операционной деятельности компании; (2) задачах компании; (3) собственниках крупных пакетов акций и распределении прав голоса; (4) списке членов правления и главных должностных лиц, а также получаемом ими вознаграждении; (5) прогнозируемых существенных факторах риска; (6) существенных вопросах, связанных с наемными работниками и другими заинтересованными лицами; (7) структуре и политике управления (см.: [Принципы..., 1999, с. 17]).

Исследование выполнено в рамках проекта «Корпоративное управление в переходных экономиках» Центра фундаментальных исследований ГУ–ВШЭ (2010 г.).

© Л. С. Ружанская, 2010

эффективно распределить финансовые ресурсы. Уровень корпоративной прозрачности зависит от объема раскрываемой фирмой информации.

Концептуальные основы раскрытия информации заложены в «*Принципах корпоративного управления ОЭСР*». В качестве основы для достижения прозрачности компаний рассматриваются:

- качество и надежность предоставляемой информации;
- равноправный и своевременный доступ пользователей к информации, не связанный с чрезмерными расходами для компании.

В целях публичного раскрытия информации компания предоставляет данные как в обязательном, так и в добровольном порядке.

Основным принципом принятия решения со стороны компании о публичном раскрытии информации является экономическая целесообразность, которая соблюдается тогда, когда затраты, связанные с ее сбором и предоставлением, существенно меньше выгод от раскрытия. Выгоды от раскрытия информации возникают в связи с ослаблением негативных последствий конфликта агента и принципала. Уменьшается степень асимметрии информации между менеджментом компании как информированной стороной и инвесторами, не занимающимися непосредственно управлением. Высокое качество и своевременность раскрываемой информации позволяют инвесторам судить не только о прибыльности компании, но также и об отношении к будущим акционерам, особенно миноритарным. Вследствие этого более прозрачные компании привлекают внимание инвесторов и имеют более высокую ценность, в то время как низкий уровень прозрачности повышает риски вложений в компанию и ведет к снижению ценности бизнеса. Это утверждение подтверждается, например, исследованием, проведенным компанией Ernst & Young в 2005 г. [Ernst & Young, 2005]. 95 из 137 управляющих инвестиционными компаниями

из 16 стран отметили в качестве основного фактора для принятия решения об инвестировании прозрачность компании.

Корпоративный сектор российских предприятий, по оценкам экспертов, демонстрирует недостаточное для защиты интересов инвесторов раскрытие информации (за исключением разве что крупнейших публичных компаний) (см., напр.: [Корпоративное управление..., 2007; Раскрытие..., 2003; Российская практика..., 2010; Современное корпоративное управление..., 2010]). Проблемы с раскрытием информации российскими компаниями могут возникать в связи с: (1) *несовершенством существующей нормативной базы и исполнительной системы*; (2) *низким качеством общего менеджмента в компаниях*, который не обеспечивает полного и своевременного раскрытия информации стейкхолдерам; (3) *ненадлежащими стимулами агентов*, связанными с рисками экспроприации активов компаний со стороны государства, угрозой ограничения конкуренции на товарных и ресурсных рынках, что создает существенные агентские издержки, искажающие раскрытие информации компаниями.

Ежегодно проводимое международным рейтинговым агентством Standard & Poor's (S&P) исследование информационной прозрачности крупнейших публичных российских компаний показывает, что индекс прозрачности с 2002 по 2009 г. вырос с 34 до 56%, при этом в последние два года показатель не изменился (рис. 1). Выборка анализируемых компаний за этот период увеличилась с 42 до 90. Стагнация индекса прозрачности связана не только с кризисными явлениями в экономике, поскольку замедление темпов роста индекса наблюдалось уже в докризисные годы. Она может свидетельствовать об отсутствии существенных изменений в стимулах к раскрытию информации и достижении некой точки, за которой в сложившихся условиях предельные издержки раскрытия информации превысят предельные выгоды.

Отсутствие существенных улучшений обусловлено рисками, связанными с рас-

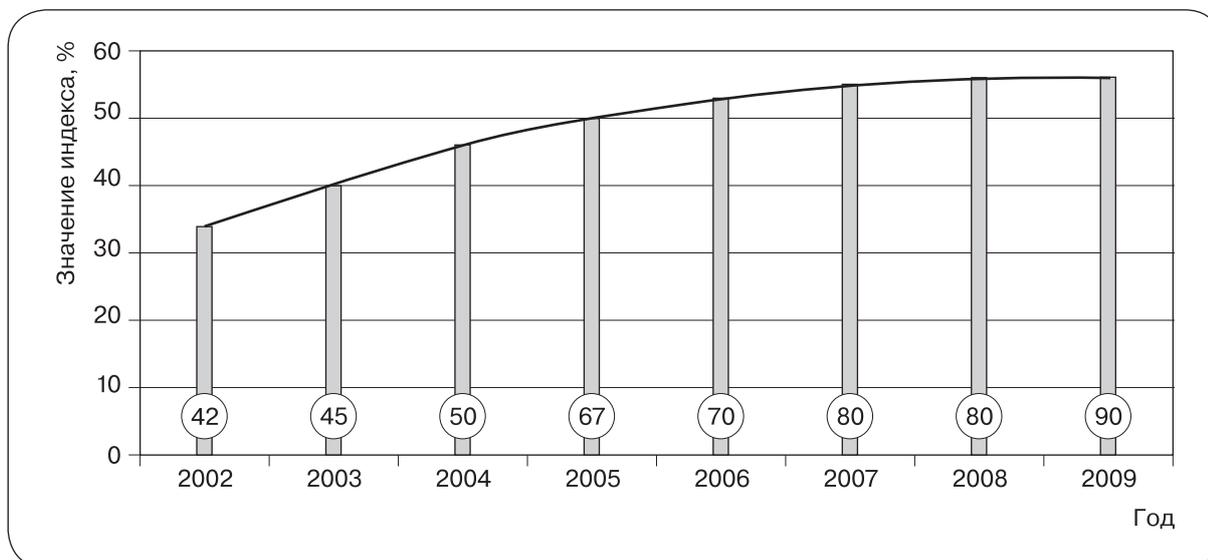


Рис. 1. Изменение индекса информационной прозрачности российских компаний агентства Standard & Poor's, 2002–2009 гг.

Примечание: в белых кружках указано число компаний, попавших в выборку исследования указанного года.

Составлено по: данные ежегодных исследований информационной прозрачности российских компаний Standard & Poor's, <http://www.standardandpoors.ru>

крытием информации: угрозой со стороны конкурентов и налоговых структур [Корпоративное управление..., 2007]. В то же время при отсутствии динамики в общей оценке прозрачности российских компаний происходили серьезные изменения рейтингов отдельных компаний.

В 2009 г. наиболее существенное улучшение прозрачности продемонстрировали крупнейшие по капитализации компании, чьи акции котируются в первую очередь на иностранных торговых площадках. Необходимость реструктуризации долгов заставила компании обращаться к иностранным источникам средств и удовлетворять повышенным требованиям регуляторов финансовых рынков. Энергичные антикризисные меры компаний нашли свое отражение в раскрытии информации, хуже в 2009 г. открывались сведения об операционной деятельности компаний. Сокращение производства, увольнения работников не могут быть восприняты как популярные меры. По-прежнему компании старались не раскрывать полную информацию о кон-

трольных пакетах, используя закрытость как механизм защиты от рисков потери контроля.

Может ли раскрытие информации создать преимущества в конкурентной борьбе для российских компаний, работающих в условиях институциональных изменений? В данной статье акцент сделан на связи между финансовыми результатами деятельности крупнейших российских компаний и практикой раскрытия информации. Основная гипотеза заключается в том, что в случае крупнейших компаний улучшение практики раскрытия информации получает позитивную оценку со стороны фондового рынка.

Статья построена следующим образом. В разделе 1 приведен краткий обзор литературы, посвященной взаимосвязи между раскрытием информации и результатами деятельности компаний. В разделе 2 представлены подходы к количественной оценке раскрытия информации, прозрачности и финансовой результативности компаний в эмпирических исследованиях по развитым

и развивающимся рынкам. В разделе 3 описаны использованные в работе данные, методика и результаты исследования взаимосвязи прозрачности и изменения цены акций крупнейших российских торгуемых компаний. Основные выводы сформулированы в заключении.

1. Прозрачность и результаты работы компаний: теоретические предпосылки и обзор подходов

Согласно теореме Модильяни — Миллера [Modigliani, Miller, 1958], структура капитала фирмы не имеет никакого отношения к ее ценности. Среди прочего предполагается, что топ-менеджеры и внешние поставщики финансовых средств имеют одинаковую информацию о выборе фирмой направлений использования ресурсов, инвестиционных возможностях, рискованности проектов и прибыли [Hubbard, 1998]. Эти предположения являются сильными и означают, что доступ к информации ничего не стоит. В таких условиях нет необходимости расходовать ресурсы на выявление и оценку инвестиционных возможностей, контроль и дисциплинирование руководителей, которые могут экспроприировать ресурсы компании для личного потребления (см., напр.: [Levine, 1997]). На практике, однако, менеджеры значительно лучше, чем инвесторы и кредиторы, информированы о различных аспектах инвестиционной деятельности и производстве компании (см., напр.: [Hubbard, 1998]). Иными словами, в реальном мире затраты на сбор информации значительны и могут привести к трудностям в получении внешнего финансирования (далее именуемые «ограничениями в финансировании»). Ограничения в финансировании могут препятствовать экономическому росту, влияя на эффективность распределения ограниченных ресурсов [Bushman, Smith, 2003]. Как показали Р. Раджан и Л. Зингалес, в условиях неразвитой финансовой системы более медленный рост наблюдается в отраслях с высокой зави-

симостью от внешнего финансирования [Rajan, Zingales, 1998].

Прозрачность играет ключевую роль в функционировании финансовых рынков и обеспечении эффективности инвестиций. На рынках капитала с низкой информационной асимметрией средства могут быть направлены на прибыльные проекты и изъяты из убыточных предприятий [Wurgler, 2000]. Когда инсайдеры обладают большей информацией, чем внешние инвесторы, асимметричность информации может привести к отклонению от оптимального распределения ресурсов и провалам рынка. Цель раскрытия финансовой отчетности состоит в том, чтобы уменьшить информационную асимметрию, что позволяет внешним поставщикам капитала лучше оценить инвестиционные возможности фирмы и контролировать действия менеджеров (см., напр.: [Fama, Jensen, 1983; Dimond, Verrecchia, 1991; Bushman, Smith, 2001; Healy, Palepu, 2001; Baetty, Liao, Weber, 2008]). Иными словами, прозрачность финансовой отчетности должна ослабить ограничения в финансировании, сократить возможности неблагоприятного отбора.

Важность обеспечения прозрачности компаний и рынков широко признана как экспертным сообществом, так и регуляторами рынка. В результате с течением времени были введены многочисленные правила и нормы для обеспечения своевременного и надежного раскрытия финансовой информации, созданы стандарты лучшей практики. В то же время фирмы могут добровольно предпринимать шаги по поддержанию уровня прозрачности выше требований регулирующих органов. Преимущества таких действий связаны с уменьшением неопределенности в отношении фирмы, что, в свою очередь, может снизить стоимость капитала, увеличить ликвидность и ценность компании в контексте корпоративного контроля [Healy, Palepu, 2001], сократить контрактные расходы, связанные с компенсациями менеджерам [Core, 2001], сигнализировать об

управленческих талантах [Trueman, 1986] и уменьшать судебные издержки.

Существенным фактором в мотивации компаний на раскрытие информации является концентрация собственности. Имеется обширная литература по вопросу о роли собственности (см., напр.: [Shleifer, Vishny, 1997]), однако выводы авторов неоднозначны и разнятся в зависимости от развитости институциональной среды в той или иной стране. Эмпирические исследования по странам с развитой рыночной экономикой продемонстрировали, что в странах с высоким уровнем защиты прав акционеров преобладает распыленная структура собственности, а странам с низким уровнем защиты акционеров присуща концентрированная собственность [La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, 1999]. Для стран с переходной экономикой характерна высокая степень концентрации собственности.

Следует учитывать тот факт, что в отношении контролирующего акционера действуют два разнонаправленных эффекта [Morck, Shleifer, Vishny, 1988]. С одной стороны, концентрированная собственность позволяет компаниям ограничить раскрытие информации для посторонних. Такая непрозрачность предотвращает утечку к конкурентам конфиденциальной информации и позволяет компаниям избежать нежелательного политического или социального контроля [Jensen, Meckling, 1992]. В соответствии с этой логикой в [Fan, Wong, 2002] было обнаружено, что концентрация собственности связана с низкой информативностью учета. Высокая концентрация собственности может увеличить агентские издержки, ассоциирующиеся с частными выгодами контроля [Dyck, Zingales, 2004].

С другой стороны, вполне возможно, что наличие контрольного пакета акций может фактически уменьшить агентские издержки. При распыленной собственности акционерам труднее осуществлять контроль над действиями менеджеров. Мажоритарные акционеры могут более эффективно

контролировать управленческие решения. Кроме того, контролирующие акционеры могут быть ориентированы на более продолжительный инвестиционный горизонт, что позволяет создать эффективные связи с другими компаниями и внешними поставщиками капитала [Ellul, Guntay, Lel, 2007]. (О роли крупного собственника как лица, отвечающего за долгосрочное развитие компании в модели современной корпорации, см., напр.: [Яковлев, Симачев, Данилов, 2009].)

Вопросы собственности всегда были достаточно сложны для эмпирического анализа и интерпретации полученных результатов. В отношении раскрытия информации отметим, что концентрация собственности представляет собой силу, которая действует в противоположных направлениях. Увеличение агентских издержек и информационные проблемы, связанные с высокой концентрацией собственности, будут работать на увеличение ограничений в финансировании для фирмы. В то же время широкое понимание перспектив развития компании, простота контрактации и мониторинга, связанные с высокой концентрацией собственности, будут способствовать уменьшению ограничений в финансировании. Таким образом, трудно предсказать направление основного влияния концентрации собственности на способности компании по привлечению внешних финансовых ресурсов.

В период до кризиса 2008–2009 гг. исследователи отмечали улучшение и сближение уровня качества корпоративного управления в развитых и развивающихся странах, а также положительное влияние «хорошего» корпоративного управления на деловую активность. Сближение практик корпоративного управления внутри ЕС происходило в направлении англосаксонской модели по причине привлекательности Лондонской и Нью-Йоркской фондовых бирж для привлечения внешнего финансирования инвестиционных проектов, а также положительного влияния независимых

аудиторов на корпоративное управление в целом и информационную прозрачность в частности [Nicola, Laeven, Ueda, 2007; Zaman, Collier, 2005]. Преимущества прозрачности прошли проверку азиатским финансовым кризисом 1997–1998 гг., когда цены акций компаний с более высоким уровнем раскрытия информации показали меньшее падение [Mitton, 2002]. Несмотря на то что кризис 2008–2009 гг. был вызван иными, нежели азиатский кризис, причинами, роль прозрачности компаний оказалась такой же: большее доверие инвесторов, смягчение последствий кризиса в виде более устойчивых финансовых результатов работы фирм. У компаний с более высоким уровнем прозрачности падение цены акций оказалось менее значительным, в то время как в предкризисный период (2006–2007 гг.) уровень прозрачности не влиял на падение цен акций (см.: [Ахуньянов, 2009]). В кризисный период, когда неопределенность в принятии инвестиционных решений усиливается, инвесторы особенно ценят компании, снижающие информационную асимметрию. Они изымают свои активы из непрозрачных фирм и повторно инвестируют в более прозрачные активы, поскольку рассчитывают на защиту своих прав и снижение затрат. Падение цен акций крупных по размеру компаний менее значительно, так как информация о них более доступна инвесторам. В то же время эффект от увеличения уровня прозрачности более значителен для мелких фирм с низким уровнем долговой нагрузки. Скорее всего, крупнейшие компании имеют одинаково высокий уровень качества корпоративного управления, в то время как мелкие фирмы существенно отличаются друг от друга. Кроме того, проблема перегруженности долгами выходит в кризис на первый план, нивелируя проблемы с корпоративным управлением в краткосрочной перспективе [Ахуньянов, 2009].

Исследования, проведенные в докризисный период с использованием данных по большому количеству стран, продемонстрировали наличие положительной связи

между уровнем раскрытия информации и результатами работы компаний. Например, в работе [Hope, Thomas, Vyas, 2009] были использованы данные Всемирного банка (ВБ) по 30 871 частной фирме (в выборке были представлены преимущественно неторгуемые фирмы, средний возраст которых 21 год) из 68 стран за период с 2002 по 2005 г. Было обнаружено, что частные фирмы, финансовую отчетность которых проверяют независимые аудиторы, имеют гораздо меньше проблем с доступом к внешнему финансированию и привлекают средства с меньшими издержками, чем другие частные фирмы. Влияние финансовой прозрачности на снижение ограничений в финансировании росло с концентрацией собственности. В используемой этими авторами выборке компаний средний пакет контролирующего собственника составлял 74% обыкновенных акций. Высокую концентрацию собственности внешние инвесторы воспринимали как угрозу для соблюдения их прав мажоритарным собственником. В этих условиях рост прозрачности компаний давал аутсайдерам дополнительные гарантии соблюдения их прав, что повышало их лояльность по отношению к ценным бумагам прозрачных компаний.

В работе [Durnev, Kim, 2005] было обнаружено, что качество корпоративного управления более значимо влияет на цену акций компаний в странах со слабой правовой системой. В развивающихся странах, где корпоративное законодательство либо слабо, либо не исполняется, отдельные компании могут увеличить свою капитализацию, если они добровольно практикуют корпоративное управление более высокого качества. Рынок на это среагирует позитивно. Авторы [Durnev, Kim, 2005] поддержали логику рассуждений, представленную в предшествующих работах по хищническому поведению правительства в странах со слабыми институтами [Stulz, 2005; Watts, Zimmerman, 1978; 1986].

В развитых, развивающихся странах и в странах с переходной экономикой можно

ожидать различный характер взаимосвязи результативности компаний и качества институтов корпоративного управления. Эти различия четко обозначены в [Cheung et al., 2006]. В работе была проверена зависимость уровня прозрачности публичных торгуемых компаний от специфических характеристик фирмы на данных 148 фирм в Гонконге и 265 фирм в Таиланде в 2002 г. В качестве меры прозрачности компании авторы использовали индекс прозрачности, составленный на основании опросов о соблюдении рекомендаций Кодекса ОЭСР. Результаты показали, что финансовые характеристики объясняют некоторые различия в уровне корпоративной прозрачности фирм в Гонконге, где развиты финансовые рынки и корпоративное регулирование, но не в Таиланде — стране с низким общим уровнем институтов. Было отмечено, что позитивные сдвиги в качестве отдельных характеристик корпоративного управления, в первую очередь таких, как размер и структура совета директоров, способствуют росту прозрачности компаний даже в условиях несовершенства институтов, что наблюдалось в Таиланде. Хорошее корпоративное управление ведет к лучшему раскрытию информации на менее развитых рынках. Прозрачность компаний положительно связана с рыночными оценками финансовых результатов работы компаний (Q Тобина, объем продаж), но не зависит от финансовых результатов, рассчитанных на основании учетных данных (ROA , ROE), которые в меньшей степени очевидны рынку и подвержены манипуляциям с отчетностью.

В [Aksu, 2006] использовались данные по 52 публичным торгуемым турецким фирмам за 2005 г., с распределением анализируемых переменных на три группы: результаты работы фирм, основанные на учетных данных (ROA , ROE); результаты работы фирм, основанные на рыночных оценках (сверхнормальная прибыль); рейтинги прозрачности и их отдельные компоненты. Автором было выявлено существенное различие в финансовых ре-

зультатах фирм выборки для двух крайних квартилей (25% выборки) по рейтингу прозрачности. Компании выборки, отчитавшиеся в 2003 г. по Международным стандартам финансовой отчетности (IFRS), демонстрировали лучшие показатели прозрачности, а также взаимосвязи прозрачности и результативности в 2005 г.

Во время последнего финансового кризиса качество корпоративного управления компаний и качество государственных институтов страны выступили взаимодополняющими факторами, в отличие от периодов стабильности, когда они являлись субститутами. В работе [Ахуньянов, 2009] на основе данных по 895 нефинансовым АО из 43 стран и 60 отраслей экономики была протестирована зависимость динамики цен акций в кризисный период от уровня прозрачности компаний с контролем специфических характеристик фирмы, отрасли и страны. Уровень прозрачности и раскрытия информации (индекс прозрачности Standard & Poor's колебался в выборке от 5 до 89%) играет более важную роль для фирм из стран с более качественными государственными институтами и низким уровнем коррупции. Этот результат расходится с более ранними данными [Durnev, Kim, 2005]. Можно предположить, что в условиях глобальной нестабильности низкое качество государственных институтов не может быть компенсировано качеством корпоративного управления и выходит на первый план в решениях инвесторов изъять деньги из рискованных активов. Страновые риски преобладают по сравнению с отраслевыми и фирменными.

Нас в большей мере интересуют переходные экономики, отличительной чертой которых являются пробелы в институциональной среде, унаследованные со времен социализма. Кроме того, в период роста российская экономика продемонстрировала усиление роли государства. Государство, устанавливая неформальные правила игры для крупного бизнеса, стало замещать ими

неопределенность в институциональной среде [Ружанская, 2010].

Существенное влияние государства на информационную закрытость компаний отдельных стран было выявлено в работе [Durnev, Guriev, 2007], в которой анализировалось воздействие ресурсного изобилия на рост экономики через его влияние на прозрачность компаний и соблюдение прав собственности. Снижение прозрачности компаний в богатых полезными ископаемыми странах рассматривается как способ защиты от экспроприации ренты со стороны государства. Прибыльность фирм может объясняться двумя группами причин: компетенциями менеджмента (в этом случае экспроприация невыгодна, поскольку будут потеряны компетенции, будет иметь место уничтожение нематериальных активов), а также внешними условиями — благоприятной ценовой конъюнктурой конечного продукта, например нефти (в данном случае экспроприация не влияет на размер ренты и выгодна государству). Авторы выявили позитивную зависимость показателя «непрозрачность» (отражает степень манипуляций и сокрытия информации в компании) от показателя «хищничество» (отражает уровень соблюдения законодательства в стране, риск экспроприации собственности, коррупцию, качество госаппарата, регулирование конкуренции) на данных по 72 отраслям в 51 стране за 1990–2005 гг. Прозрачность в отраслях промышленности, наиболее уязвимых для экспроприации, оказалась ниже по сравнению с другими секторами, особенно в странах, где защита прав собственности недостаточно сильна.

Общий низкий уровень прозрачности российских компаний, незначительное количество публичных компаний создали существенные трудности для проведения количественных исследований по обсуждаемой тематике на выборках по российским компаниям. К редким отечественным исследованиям можно отнести работу [Романов, 2006], представляющую анализ зависимости между прозрачностью и ставкой дисконтирования с использованием мето-

да дисконтирования денежного потока для фирмы (Free Cash Flow to Firm). Анализ этой взаимосвязи был проведен для 19 российских компаний на основе данных за 2004 г. Эконометрический анализ подтвердил наличие экспоненциальной взаимосвязи между прозрачностью и ставкой дисконтирования, рассчитанной по модели WACC. Согласно построенным моделям, снижение ставки дисконтирования на 1% в среднем вело к росту ценности компании на 25%. Рост индекса прозрачности на 1 балл в среднем приводил к увеличению ценности компании на 5,6%. Столь сильная взаимосвязь позволила автору предположить, что проекты повышения прозрачности являются финансово привлекательными.

Интересно недавнее исследование взаимосвязи информационной прозрачности и финансовой результативности на выборке из 64 российских открытых и закрытых акционерных обществ, проведенное в [Ильина, Березинец, Орлова, 2009]. Для тестирования гипотезы о позитивном влиянии прозрачности на эффективность был использован индекс информационной прозрачности, построенный как взвешенная сумма значений параметров, вошедших в него. Результаты показали, что индекс раскрытия информации на выборке из торгуемых и неторгуемых российских компаний не оказывает влияния на финансовую результативность компаний. Это соотносится с зарубежными эмпирическими исследованиями и отражает сложность проведения эмпирических исследований с использованием данных российских компаний.

2. Проблема взаимосвязи прозрачности и результатов деятельности компаний

На раскрытие корпорациями информации влияют две категории характеристик фирмы: показатели финансовых результатов деятельности и характеристики корпоративного управления. Существует несколько косвенных доказательств в поддержку

этой версии. Так, авторы работы [Bushman, Piotroski, Smith, 2003], основываясь на результатах факторного анализа, выделили две эти категории из целого ряда показателей, характеризующих информационную среду компаний в различных странах.

2.1. Измерение раскрытия информации и прозрачности компаний

В эмпирической литературе существует несколько подходов к измерению уровня прозрачности компаний, а также характеристик раскрытия информации компаниями. Один из подходов основывается на использовании индексов прозрачности, составленных рейтинговыми агентствами, в том числе входящих в общие рейтинги качества корпоративного управления. Примером является *Transparence & Disclosure Index*, составляемый по методике международного рейтингового агентства *Standard & Poor's (S&P)*, который может быть использован для межстрановых исследований (см., напр.: [Ахуньянов, 2009]). Основываясь только на общедоступной информации, S&P с 2002 г. ежегодно отслеживает рейтинг информационной прозрачности российских компаний. В основе методологии, разработанной агентством, лежат 110 критериев, сгруппированных в три блока: структура собственности и права акционеров; финансовая и операционная информация; состав и процедуры работы совета директоров и менеджмента. Анализ учитывает данные, содержащиеся в трех основных источниках общедоступной информации: в годовых отчетах, на веб-сайтах и в отчетности, представляемой в регулирующие органы.² В соответствии с разработанной S&P системой весов сам по себе факт наличия информации в открытом доступе (независимо от источника раскрытия) дает 80% от максимального балла по каждому из 110 пунктов. Оставшиеся 20% оценки добавляются в том

случае, если соответствующая информация присутствует и в двух других источниках (по 10% на каждый). Такой подход основывается на том, что дублирование информации в разных источниках является определенным плюсом, так как повышает ее доступность для инвестора. Однако ценность подобного дублирования несоизмеримо ниже собственно факта раскрытия информации.

Для исследований по азиатским странам для измерения качества корпоративного управления используется индекс, составляемый инвестиционным банком *Credit Lyonnais Securities Asia (CLSA)* [Durnev, Kim, 2003; Klapper, Love, 2002]. Он состоит из 57 пунктов и охватывает шесть основных категорий корпоративного управления: дисциплинированность менеджеров, прозрачность финансовых и бухгалтерских отчетов, степень независимости совета директоров, дисциплинированность совета директоров, ответственность перед инвесторами и эффективность защиты малых инвесторов.

В ряде случаев авторы сталкиваются с ограничениями на использование индексов транспарентности, составленных международными организациями, работающими на финансовых рынках. В первую очередь это связано с включением в выборку непубличных компаний. Кроме того, исследователи могут ставить перед собой задачи, требующие специализированного сбора данных о раскрытии информации компаниями выборки. В этой ситуации одним из подходов к измерению прозрачности или раскрытия информации является использование опросов для построения индекса T&D (*transparency and disclosure*) компаний выборки. Например, самостоятельное построение индекса транспарентности на основании опроса компаний выборки использовано в работе [Cheung et al., 2006]. Авторы сформировали вопросник для проверки текущей практики корпоративного управления в компаниях на соответствие стандартам лучшей практики ОЭСР. Композитная оценка прозрачности

² Более подробно методика сбора информации представлена в аналитических материалах *Standard & Poor's* (см., напр.: [Исследование информационной прозрачности..., 2009]).

рассчитывалась как взвешенная сумма оценок по пяти разделам анкеты.

Нашедший широкое распространение способ измерения транспарентности предложен в [Mitton, 2002]. В качестве меры уровня прозрачности компании использовались два индикатора: принадлежность аудитора компании к «Большой четверке»³ и наличие у компании торгуемых ADR. В работе [Ахуньянов, 2009] для проверки робастности результатов, полученных с использованием индекса транспарентности T&D Index Standard & Poor's, использовалась аналогичная мера уровня прозрачности, а именно: индикатор того, входит ли аудиторская фирма компания в «Большую четверку». Применение этого индикатора позволило дополнительно подтвердить основную гипотезу работы: компании с более высоким уровнем прозрачности лучше чувствуют себя в период кризиса. В менее жесткой постановке — при учете наличия внешнего аудитора финансовой отчетности фирмы — такой подход реализуется для измерения финансовой прозрачности фирм в [Норе, Thomas, Vyas, 2009].

Подробный обзор и использование нетривиальных подходов к измерению качества раскрытия информации компаниями представлены в работе [Durnev, Guriev, 2007]. Вместо показателя транспарентности они измеряют обратный показатель — непрозрачность (opacity). Это связано с основным предположением, сделанным в работе, — «хищническое» (направленное на экспроприацию активов) поведение государства вызывает стремление компаний к закрытости. Показатель непрозрачности включает три компонента: непрозрачность отчетности, инсайдерскую непрозрачность и информационную непрозрачность.

1. Непрозрачность отчетности (accounting opacity) характеризует качество данных о прибыльности, публикуемых в офици-

альной отчетности компании. Высокая степень непрозрачности означает, что менеджмент использует различные техники управления прибылью (earnings management), чтобы «спрятать» прибыль. Количественно непрозрачность отчетности измеряется как отклонение накопленного прироста капитала компании от его «эталонного» значения. Подход был предложен в работах [Dechow, 1994; Dechow, Sloan, Sweeney, 1995].

2. Инсайдерская непрозрачность (insider opacity) измеряет общий уровень информационной асимметрии, присущий компании. Для ее оценки авторы используют модель, предложенную в работе [Llorente et al., 2002]. Поскольку не все инвесторы одинаково осведомлены о реальном положении дел в компании, цена акций будет постепенно снижаться в течение всего периода наблюдения, прежде чем негативная или позитивная информация будет полностью учтена в ней. Положительная автокорреляция доходности акций, предсказанная этой моделью, должна быть особенно сильной при высоком объеме торгов, так как он обычно наблюдается при сделках с важной инсайдерской информацией. Подобный подход был использован в работах [Nuno, Ferreira, 2009; Karolyi, Lee, Dijk, 2007].

3. Информационная непрозрачность (informational opacity) измеряется через корреляцию доходности акций компании с рыночным индексом. В случае сильной взаимосвязи с движениями рыночного индекса котировки акций компании содержат мало информации относительно деятельности компании, и наоборот. Подход был впервые предложен в работе [Morck, Yeung, Yu, 2000].

Для оценки влияния прозрачности и раскрытия информации на деятельность компаний авторы не ограничиваются одними лишь показателями T&D. Обычно в регрессиях присутствуют *характеристики качества корпоративного управления*. Многочисленные исследования по компани-

³ Четыре крупнейших в мире компании, предоставляющие аудиторские и консалтинговые услуги: PricewaterhouseCoopers, Deloitte, Ernst & Young, KPMG.

ям США были направлены на выявление связи между корпоративным управлением и деятельностью фирм. Результаты оказались неоднозначны, демонстрируя, что лучшая практика корпоративного управления не обязательно приведет к положительным изменениям в работе фирм. Вместе с тем в ряде исследований компаний стран Восточной Азии было показано, что качество корпоративного управления влияет на оценку компаний [Mitton, 2002; Lins, 2003]. Расхождение результатов может быть связано с тем, что корпоративное управление не может непосредственно влиять на деятельность компаний. Не исключено, что существует опосредованность процесса через раскрытие информации. Иными словами, надлежащее корпоративное управление должно привести к повышению открытости и прозрачности. Тем не менее нет никакой гарантии, что более полное раскрытие информации и прозрачность повлекут более высокую результативность.

Ниже представлены основные *характеристики корпоративного управления*, используемые в работах обсуждаемой тематики.

Концентрация собственности, базовая характеристика агентской проблемы в компании, может измеряться различными способами: долей крупнейшего акционера, фактом наличия только доминирующего акционера или же совместно доминирующего и блокирующего акционеров, совокупной долей нескольких (чаще 4–5) крупнейших акционеров, индексом Херфиндаля — Хиршмана.

Характеристики *совета директоров* (который может снизить остроту агентской проблемы, осуществляя мониторинг) включают две составляющих: состав совета и его размер. В первом случае значение имеет представленность независимых директоров в совете. Независимые директора, как профессиональные арбитры, не только повышают жизнеспособность совета, но также снижают вероятность сговора совета директоров с топ-менеджментом по поводу экспроприации богатства акционеров

[Fama, Jensen, 1983]. Однако эмпирические исследования демонстрируют противоречивую связь между присутствием (количеством) независимых директоров в совете и результатами деятельности компании. Ряд работ выявил косвенные подтверждения существования положительной взаимосвязи [Weisbach, 1988; Cotter, Shivdasani, Zenner, 1996; Baysinger, Butler, 1985]. Есть, однако, и прямо противоположные результаты [Agrawal, Knoeber, 1996; Hermalin, Weisbach, 1991].

Размер совета также не имеет однозначной трактовки влияния на результаты деятельности компании. Большой размер совета может снижать откровенность дискуссий по ключевым вопросам и тем самым снижать эффективность контроля. В [Yermack, 1996] содержится вывод о положительной связи между размером совета и ценностью компании применительно к крупным фирмам в США. В [Huther, 1997; Eisenberg, Sundgren, Wells, 1998] обнаружена отрицательная корреляция между размером совета и финансовыми результатами фирм. В то же время можно предположить, что существует и связь между размером совета и уровнем раскрытием фирмами информации.

2.2. Измерение результатов деятельности компаний

В зависимости от задач, поставленных исследователями, в качестве мер оценки результатов деятельности компаний используются различные показатели. Финансовые результаты деятельности разделяют на две категории [Aksu, 2006]: основанные на учетных данных [Lang, Lundholm, 1993; Miller, 2002] и основанные на рыночных оценках. Одновременное использование двух типов финансовых результатов деятельности компаний позволяет повысить надежность выводов исследования.

В качестве рыночной оценки используют соотношение рыночной ценности и балансовой стоимости акции, которое было предложено Е. Фамой и К. Френчем для развитых и развивающихся рынков [Fama,

French, 1993; 1998], а также показатель динамики цен акций компаний [Ахуньянов, 2009; Mitton, 2002].

Для измерения учетных финансовых результатов компании наиболее часто используются показатели, отражающие прибыльность (рентабельность активов (*ROA*), рентабельность собственного капитала (*ROE*)). Более прибыльные фирмы, в отличие от менее прибыльных, могут быть более заинтересованы в раскрытии информации для внешних инвесторов.

К финансовым характеристикам компании относится леверидж (*leverage*). Компании, которые имеют высокий леверидж, должны иметь большую степень прозрачности, поскольку кредиторы нуждаются в большей информации. Однако не всегда можно получить эмпирические доказательства этого утверждения. В ряде работ [Meek, Roberts, Gray, 1995; Archambault, Archambault, 2003] обнаружена отрицательная связь между левериджем и раскрытием информации компанией.

Финансовой характеристикой компании является также величина основных средств. Компании со значительными основными средствами склонны к раскрытию информации для аутсайдеров, поскольку основные средства могут использоваться в качестве залога при принятии инвестиционного решения. Вместе с тем можно утверждать, что компании с большим объемом основных средств в меньшей степени нуждаются в раскрытии информации, так как кредиторы в случае банкротства вступают во владение активами компании, что снижает агентский конфликт. Величина основных средств может также использоваться как показатель размера компании.

Для учета специфичных характеристик фирмы в эмпирических работах используются *контрольные переменные*, список которых также зависит от сформулированных в конкретной работе исследовательских гипотез. Хотелось бы отметить некоторые наиболее характерные такие переменные для рассматриваемого направления исследований.

Группа контрольных переменных включает прежде всего степень потребности компании во внешнем финансировании. Поскольку важным следствием прозрачности компании является снижение ограничений для привлечения внешнего финансирования, сложно оцениваемое сторонним аналитиком, в работе [Hope, Thomas, Vyas, 2009] в качестве прокси-переменной предлагается использовать оценки менеджерами существенности ограничений (по шкале от 0 до 4). Опросные данные взяты из обследования Всемирного банка по 71 стране мира (World Bank's Enterprise Surveys). Ограничения на применение такого подхода заключаются в субъективности оценок, которые дают менеджеры ограничениям в финансировании. Некоторые респонденты склонны к тому, чтобы «жаловаться» на существенные ограничения, независимо от того, с какими они сталкиваются в реальности [Bertrand, Mullainathan, 2001]. Но, поскольку такая переменная не коррелирована с прозрачностью финансовой отчетности, измеренной наличием внешнего аудитора, постольку есть основания полагать, что в такой ситуации вряд ли произойдет сильное смещение результатов.

Согласно идее, предложенной в [Rajan, Zingales, 1998], потребность во внешнем финансировании вычисляется следующим образом:

$$\sum_{i=1}^n \frac{CAPEX_i - OCF_i}{CAPEX_i},$$

где $CAPEX_i$ — величина капитальных расходов для i -й компании в отрасли; OCF_i — величина денежных средств от операций для i -й компании в отрасли, рассчитанное как сумма операционной прибыли и амортизационный отчислений за вычетом налоговых выплат ($OCF = EBIT + Depreciation - Tax$); i — порядковый номер компании в отрасли, определенной по двузначному коду классификатора ISIC. Чем выше эта потребность, тем сильнее для компании необходимость повысить уровень раскрытия информации.

Важной переменной при анализе прозрачности компаний является размер фирмы. В ряде эмпирических работ высказывается предположение, что крупные фирмы более прозрачны, чем мелкие. Возможное объяснение этого состоит в том, что крупные фирмы контактируют с большим числом инвесторов и привлекают большее внимание аналитиков. Крупные фирмы также имеют больше ресурсов для обеспечения лучшего раскрытия информации для инвесторов, чем мелкие фирмы [Khanna, Palepu, Srinivasan, 2004]. Существуют различные показатели размера компании: натуральный логарифм величины активов, натуральный логарифм объема продаж, натуральный логарифм рыночной ценности компании. Следует сделать некоторое замечание относительно показателя рыночной ценности. Наиболее часто в качестве прокси-переменной ценности компании используется величина ее капитализации, которая имеет свои ограничения: она может быть посчитана только для торгуемых компаний; при чрезмерно низких значениях доли акций, находящихся в обращении, она не может отражать ценность всех активов компании. Альтернативным подходом к измерению рыночной ценности является использование коэффициента Q Тобина, который рассчитывается как отношение рыночной ценности компании к стоимости замещения ее собственного капитала. Однако для данного показателя сохраняются вышеупомянутые ограничения на применение.

Другими контрольными переменными могут выступать: оборот (выручка от продаж, отнесенная к суммарным активам); общий объем обязательств, деленный на суммарные активы (см.: [Cheung et al., 2006]).

3. Есть ли преимущества у прозрачных компаний?

В данной статье нами сделана попытка проанализировать зависимость между публичным раскрытием информации и изменением цен акций для крупнейших российских

компаний. Основная гипотеза настоящего исследования заключается в том, что фондовый рынок позитивно реагирует на увеличение качества и объема публично раскрываемой информации в годовых отчетах компаний.

Нами были собраны данные из открытых источников информации (годовые отчеты, квартальные отчеты эмитентов и квартальные отчеты, размещенные на веб-сайтах компаний); из базы данных Amadeus исследовательской компании Bureau van Dijk⁴; из ежегодных «Исследований информационной прозрачности российских компаний» Standard & Poor's совместно с ЦЭФИР РЭШ за 2002–2008 гг. В выборку вошли 30 российских ОАО — крупнейших с точки зрения рыночной капитализации и имеющих ликвидные акции (входящие в котировальный список «А» 1-го и 2-го уровней). Отраслевая структура выборки выглядит следующим образом: 8 ОАО — телекоммуникации, 7 ОАО — ТЭК, 4 ОАО — металлургия, 4 ОАО — машиностроение, остальные отрасли представлены двумя или одной корпорацией (всего 7 ОАО).

Для компаний выборки, равно как и для всего корпоративного сектора российской экономики, характерна концентрированная собственность (см., напр.: [Капелюшников, Демина, 2005; Долгопятова, Ивасаки, Яковлев, 2007]). Средний размер контрольного пакета акций по выборке за 4 года составил 46,7%.

Данные, собранные из годовых отчетов за 2003–2006 гг., позволили проанализировать изменение информационной прозрачности за исследуемый период. Существенным ограничением для выбора показателей было проведение их анализа в динамике. Поэтому оказалось невозможным использовать некоторые параметры информационной прозрачности — например, содержание Устава корпоративного управления или Кодекса передовой практики, информацию о наличии у компании Кодекса делового

⁴ Доступ к базе данных предоставлен ГУ–ВШЭ (Москва).

Таблица 1

Параметры индекса прозрачности компаний выборки

Параметр	Значения
Составление годовой финансовой отчетности в соответствии с международными стандартами учета (МСФО/ОПБУ США)	1 — да; 0 — нет
Замечания (приложения) к годовой финансовой отчетности в соответствии с международными стандартами учета (МСФО/ОПБУ США)	1 — наличие; 0 — отсутствие
Корпоративные издания	1 — наличие; 0 — отсутствие
Обзор собраний акционеров	1 — наличие; 0 — отсутствие
Подробное раскрытие информации о сделках с заинтересованностью (информация о покупателе/продавце, суммы сделок с заинтересованной стороной)	1 — наличие; 0 — отсутствие
Промежуточная финансовая отчетность (за квартал или полугодие) в соответствии с международными стандартами учета (МСФО/ОПБУ США)	1 — опубликована; 0 — нет
Показатели эффективности (хотя бы один)*	1 — предоставлены; 0 — нет
Название аудиторской фирмы	1 — предоставлено; 0 — нет
Календарь инвестора	1 — наличие; 0 — отсутствие
Обзор собраний совета директоров	1 — наличие; 0 — отсутствие

Примечание: * — отмечалось раскрытие следующих показателей: рентабельности инвестиций (*ROI*), остаточного дохода (*RI*), экономической добавленной ценности (*EVA*), рыночной ценности (*MV*).

поведения и этики, содержание положений Устава компании, учетные стандарты, которые использует компания, наличие или отсутствие английской версии веб-сайта (эти показатели можно оценить лишь на настоящий момент). Следует также отметить, что информация, представленная на сайтах компаний, периодически обновляется, и ее отсутствие на данный момент вовсе не означает ее отсутствия, например, в 2003 г., когда она действительно могла повлиять на принимаемые инвесторами решения. Подобные сложности сбора данных для индекса прозрачности компаний выборки отразились на тестировании выдвинутых гипотез.

За каждый год в течение анализируемого периода (2003–2006 гг.) для каждой компании выборки методом простого суммирования значений параметров прозрачности, указанных в табл. 1, рассчитывался индекс

прозрачности. Совокупный индекс для всех компаний выборки по каждому году строился суммированием индексов по всем компаниям выборки за год (рис. 2). Наиболее существенный рост раскрытия информации компаниями выборки наблюдался в 2004 г., когда совокупный индекс по 30 компаниям вырос с 75 пунктов (в 2003 г.) до 164 пунктов. В 2005 г. индекс составлял 187 пунктов, а в 2006 г. — 207 пунктов. К концу анализируемого периода существенных приращений объема раскрываемой информации не наблюдалось. На протяжении всех четырех лет среди компаний выборки самые высокие оценки по индексу прозрачности имели телекоммуникационные компании, наименьшие — компании машиностроения. Это может объясняться различиями в уровне конкуренции в этих отраслях, а также в динамике бизнеса и, соответственно, разной степенью необхо-

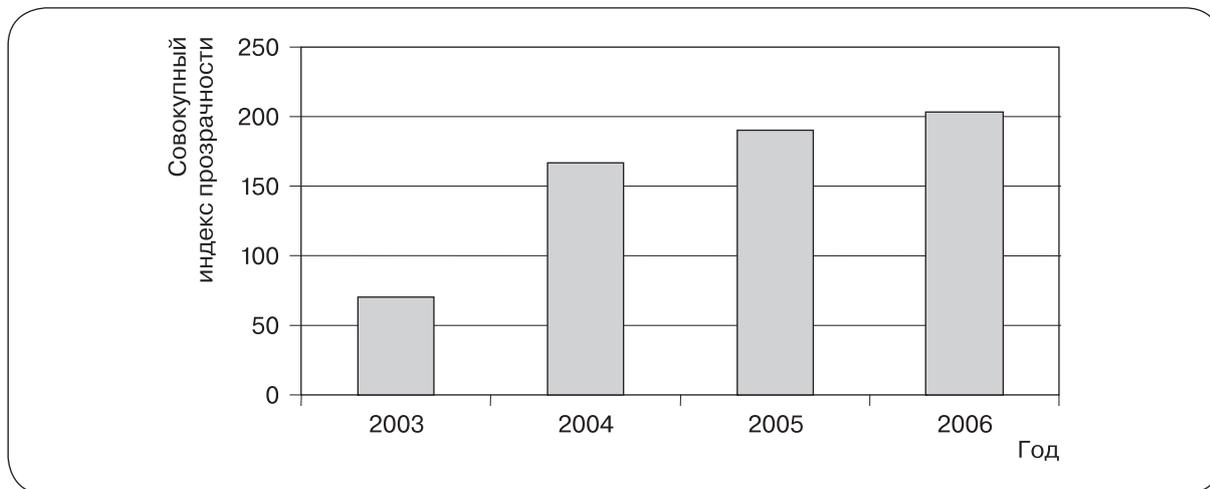


Рис. 2. Динамика совокупного индекса прозрачности компаний выборки за 2003–2006 гг.

Примечание: совокупный индекс прозрачности суммирован по всем компаниям выборки за каждый год.

димости привлечения дополнительных финансовых ресурсов.

Описанная динамика совокупного индекса прозрачности компаний выборки повторяет динамику индекса информационной прозрачности для российских компаний, рассчитанного S&P и ЦЭФИР РЭШ для того же периода (рис. 1).

На основании обзора теоретических и эмпирических работ, представленного в разделах 1 и 2 статьи, была сформулирована следующая гипотеза о влиянии индекса раскрытия информации на изменение цены акций компании: *увеличение индекса прозрачности компании увеличивает цену акций.*

Чем более прозрачна компания, тем она более привлекательна для инвесторов. Это выражается в увеличении цены ее акций за год. Таким образом, выявляется положительная зависимость между показателями прозрачности компании и результатами деятельности, которые аппроксимируются ценами акций. Это будет свидетельствовать об отношении к бумагам компании потенциальных покупателей новых выпусков ценных бумаг и о потенциальном успехе будущих эмиссий, а значит, о возможности привлечения внешнего финансирования для обеспечения роста компании.

Следует отметить, что у российских компаний доля акций, находящихся в свободном обращении на фондовом рынке (free float), низка, а фондовый рынок может искаженно воспринимать информацию о компаниях и быть несовершенным. Для того чтобы снизить риски искажения оценок, в выборку были включены только компании с наиболее ликвидными акциями, торгуемыми на всем протяжении анализируемого периода. Для исключения мгновенных и краткосрочных реакций рынка на корпоративные события анализировались годовые показатели по ценам акций и по раскрытию информации. Для учета влияния фундаментальных характеристик на цены акций компаний в модель были включены финансовые показатели деятельности компаний выборки.

Для тестирования сформулированной гипотезы была построена следующая линейная многофакторная модель:

$$Dpr_sh_{it} = \beta_0 + \beta_1 \cdot Transparency_{it-1} + \beta_2 \cdot Size_{it} + \beta_3 \cdot Debt_{it} + \beta_4 \cdot ROE_{it} + \alpha_i + \lambda_i + u_{it},$$

где Dpr_sh_{it} — изменение цены акций компании i за год t ; $Transparency_{it-1}$ —

Таблица 2

Основная статистика выборки

Показатель	Индекс прозрачности	Изменение цен акций, %	Долгосрчный долг, млрд руб.	Объем продаж, млрд руб.
Медиана	46,5	36,9	61,3	325,1
Стандартное отклонение	21,7	51,03	184,1	747,2
Минимум	13	-89,9	0,117	2,29
Максимум	83	211,8	669,1	3520,1

индекс прозрачности компании i за год $t - 1$, $Size_{it}$ — размер компании i за год t ; $Debt_{it}$ — долг компании i за год t ; ROE_{it} — рентабельность компании i за год t ; α_i — фиксированные эффекты отрасли; λ_t — фиксированные эффекты года; u_{it} — случайная составляющая, характеризующая не учтенные в модели факторы; $\beta_1 - \beta_4$ — коэффициенты при соответствующих объясняющих переменных; β_0 — свободный коэффициент.

Для контроля специфичных характеристик компаний в работе используются переменные долга ($Debt$), размера ($Size$), рентабельности (ROE), при этом учитываются отраслевые и годовые фиксированные эффекты. Основная статистика выборки приведена в табл. 2.

Для интерпретации результатов тестирования необходимо пояснить способ измерения переменных.

Зависимая переменная — изменение цен акций компаний выборки, рассчитывалась по формуле:

$$Dp_sh_{it} = \frac{y_{it} - y_{it-1}}{y_{it-1}} \cdot 100\%,$$

где y_{it} — медиана цен акций компании i в году t ; y_{it-1} — медиана цен акций компании i в году $t - 1$.

Для расчета были взяты данные о ценах акций компаний выборки ежемесячно на последнюю дату торгов каждого месяца в течение анализируемого периода с 2002 по 2008 г.

Уровень прозрачности компании был измерен с помощью индекса информационной прозрачности Standard & Poor's за

2002–2007 гг.⁵, который учитывает только информацию, доступную из публичных источников по компаниям, имеющим наиболее ликвидные акции. Значение индекса варьируется от 0 до 100 пунктов. Для оценки использовалось лагированное значение переменной индекса информационной прозрачности, поскольку фондовый рынок реагирует в году t на опубликованную отчетность прошлого года ($t - 1$) в виде изменения цен акций. Следует отметить, что в ходе нашего исследования использовался и самостоятельно построенный индекс прозрачности компаний, однако модели с такой независимой переменной не дали статистически значимых результатов. Преимуществом индекса S&P явилась более широкая шкала измерения.

Величина долга компаний выборки представлена натуральным логарифмом долгосрочных кредитов, полученных за 2003–2008 гг. Информация о размере долгосрочных обязательств была получена из базы данных Amadeus исследовательской компании Bureau van Dijk. Отметим, что использование в анализе данных по долгосрочным обязательствам компаний выборки ухудшило значимость результатов тестирования.

Рентабельность компании измерена показателем рентабельности собственного капитала, определявшимся как отношение

⁵ Методика составления индекса представлена в исследованиях Standard & Poor's информационной прозрачности российских компаний на сайте S&P www.standardandpoors.ru в разделе «Аналитика».

чистой прибыли к средней за год величине собственного капитала. Источником информации послужила база данных Amadeus исследовательской компании Bureau van Dijk за 2003–2008 гг.

В качестве контрольных переменных использовались отраслевая принадлежность компаний выборки, представленная бинарными переменными для четырех отраслей (телекоммуникации, ТЭК, металлургия и машиностроение); размер компании, измеренный натуральным логарифмом объема продаж в рублях за 2003–2008 гг. (источник — база данных Amadeus исследовательской компании Bureau van Dijk). Для того чтобы учесть эффекты общего состояния фондового рынка, в модели были использованы бинарные переменные года наблюдения (2003–2008 гг.). Бинарные переменные для отраслевой принадлежности и года наблюдения использовались, чтобы избежать ненаблюдаемой неоднородности.

Результаты оценивания регрессии изменения цены акций на уровень прозрачности 30 компаний выборки за 2003–2007 гг. представлены в табл. 3. Величина и знак коэффициентов указывают на то, что компании с более высоким уровнем раскрытия информации в среднем характеризуются более высокой ценой акций. Увеличение индекса прозрачности компании за год на 10 пунктов ведет к росту медианного значения цены акций за год на 3,6%. Коэффициент при переменной уровня раскрытия информации является значимым. Данный результат является и экономически значимым. Если уровень прозрачности компании высокий, то возникновение у менеджеров стимулов к использованию инсайдерской информации для извлечения частных выгод менее вероятно, а защита интересов инвесторов (получение прибыли, рост ценности компании, контроль над денежными потоками и операциями компании и др.) сильнее. Кроме того, чем лучше защищены права существующих акционеров, тем более лояльны к компании потенциальные инвесторы. Также результаты анализа показывают, что для компа-

Таблица 3

Цены акций и уровень прозрачности компаний

Переменная	Оценка коэффициента
<i>Transparency</i>	0,3627** (0,1821)
<i>Size</i>	1,5848* (0,8962)
<i>Debt</i>	-0,5334** (0,2295)
<i>ROE</i>	0,6315*** (0,2220)
Const	245,0122** (124,7436)
Industry fixed effects	Yes
Year fixed effects	Yes
<i>N</i>	180
Overall R^2	0,7028
Wald χ^2	46,04***

Примечания:

Зависимая переменная — изменение цен акций компаний выборки.

В скобках приведены значения *t*-статистики.

* — 10%-й уровень значимости;

** — 5%-й уровень значимости;

*** — 1%-й уровень значимости.

Согласно тесту Хаусмана выбраны случайные эффекты; для статистических выводов использовались робастные стандартные ошибки.

ний выборки высокий уровень долговой нагрузки имеет следствием значимое падение цен акций. Другой вывод из проведенного исследования состоит в следующем: с ростом размеров компании растет и ее положительная оценка рынком в форме роста цен акций. Инвесторы доверяют в большей степени крупным компаниям. Этот вывод согласуется, в частности, с результатами работы [Khanna, Palepu, Srinivasan, 2004]. Крупнейшие российские компании имеют больше ресурсов для обеспечения большей прозрачности, на них направлено пристальное внимание аналитиков. Заметим, что наиболее статистически значимой переменной в модели оказалось влияние на изменение цен акций рентабельности собственного капитала. Как и ожидалось, фундаментальные

характеристики компаний существенно влияют на реакцию рынка — более прибыльные компании получают более высокую оценку инвесторов. Это свидетельствует о том, что цена акций крупнейших торгуемых компаний России отражает мотивы инвесторов.

4. Заключение

Российский корпоративный сектор демонстрирует недостаточное для защиты прав инвесторов раскрытие информации. Исключения составляют разве что крупнейшие публичные отечественные компании. Однако и среди них наблюдаются различия в уровне прозрачности, что сказывается на рыночной оценке финансовых результатов их деятельности.

Международные исследования продемонстрировали, что отдельные компании могут увеличить свою капитализацию, если они добровольно раскрывают информацию в соответствии с принципами лучшей практики. Представленное в данной статье исследование подтвердило вывод о влиянии прозрачности на результаты деятельности компаний. Применительно к России это также является свидетельством результативности действий регулятора в отношении совершенствования практики корпоративного управления. Как минимум для крупнейших отечественных торгуемых компаний было продемонстрировано существование стимулов (в виде роста цены акций) к раскрытию информации. Кроме того, полученный результат подтверждает предположения о сближении в условиях роста экономики практики корпоративного управления в крупнейших глобальных российских компаниях с практикой компаний из развитых экономик.

Однако необходимо отметить, что, продемонстрировав в первой половине 2000-х гг. резкий рост качества и полноты раскрытия информации, крупнейшие российские корпорации замедлили прогресс в этом направлении. Коррективы в процесс раскрытия информации и в корпоративную прак-

тику в целом внес глобальный кризис. Компании сконцентрировали внимание на решении краткосрочных задач, связанных с реструктуризацией долгов, сокращением затрат и сохранением позиции на товарных рынках. Для России как страны с переходной экономикой, для которой характерно несовершенство институциональной среды, низкое качество корпоративного управления в целом сыграло существенную роль в оттоке иностранного капитала. При этом одной из характеристик надежности компаний как объектов вложения средств выступила прозрачность бизнеса.

Своевременное раскрытие полной информации создает основу для защиты прав инвесторов. Главным стимулом привлечения внешнего финансирования являются перспективы роста компаний. В связи с этим действия регулятора могут быть направлены не только на совершенствование нормативной базы корпоративного управления, но и на развитие рыночных институтов. Первостепенным для создания стимулов к развитию является поддержание условий рыночной конкуренции. Сочетание нормативных инструментов и рыночных институтов применительно к специфическим условиям институциональной среды российского бизнеса может быть важной составляющей политики государства в области взаимодействия с крупным бизнесом.

Благодарности

Автор выражает искреннюю благодарность за помощь в проведении исследований Н. В. Кисляк, магистру математики, ассистенту кафедры экономического моделирования и информатики УрГУ, магистрам экономики М. Ю. Сысоевой и А. С. Разживину. Слова особой признательности за ценные рекомендации и советы — д-ру экон. наук, ординарному профессору ГУ–ВШЭ Т. Г. Долгопятовой, а также заведующей кафедрой экономики и финансов фирмы ГУ–ВШЭ, профессору И. В. Ивашковской за любезно предоставленную воз-

можность использования базы данных Amadeus и поддержку исследовательской инициативы. Значительную помощь автору в доработке материала оказали замеча-

ния анонимных рецензентов. Ответственность за недостатки воплощения идей и советов, высказанных коллегами, несет только автор.

ЛИТЕРАТУРА

- Ахуньянов И. Х. 2009. *Уровень прозрачности компаний и финансовый кризис 2007–2009*. Препринт РЭШ # BSP/2009/101R. М.: РЭШ.
- Долгопятова Т. Г., Ивасаки И., Яковлев А. А. (ред.). 2007. *Российская корпорация: внутренняя организация, внешние взаимодействия, перспективы развития*. М.: Изд. дом ГУ–ВШЭ.
- Ильина Ю. Б., Березинец И. В., Орлова А. В. 2009. Индекс раскрытия информации: взаимосвязь с финансовой результативностью. *Корпоративные финансы: Электронный журнал* (2): 28–39. <http://www.cfjournal.ru/>
- Исследование информационной прозрачности российских компаний в 2007 г.: Значительные изменения в десятке лидеров*. 2007. Standard & Poor's. <http://www.standardandpoors.ru/article.php>. Дата публикации: 22.11.2007 г.
- Исследование информационной прозрачности российских компаний в 2008 г.: Незначительный прогресс на фоне резкого снижения количества IPO*. 2008. Standard & Poor's. <http://www.standardandpoors.ru/article.php>. Дата публикации: 13.11.2008 г.
- Исследование информационной прозрачности российских компаний в 2009 г.: Разрыв между лидерами и аутсайдерами увеличился*. 2009. Standard & Poor's. <http://www.standardandpoors.ru/article.php>. Дата публикации: 21.10.2009 г.
- Капелюшников Р., Демина Н. 2005. Влияние характеристик собственности на результаты экономической деятельности российских промышленных предприятий. *Вопросы экономики* (2): 53–68.
- Корпоративное управление в современной России: опыт и перспективы*. 2007. М.: Национальный совет по корпоративному управлению.
- Принципы корпоративного управления ОЭСР*. 1999. ОЭСР. <http://www.corp-gov.ru/projects/principles-ru.pdf>
- Раскрытие российскими акционерными обществами информации о практике своего корпоративного управления и соблюдение рекомендаций Кодекса корпоративного поведения*. 2003. М.: Российский институт директоров.
- Романов В. С. 2006. Влияние информационной прозрачности компании на ставку дисконтирования. *Финансовый менеджмент* (3): 14–26.
- Российская практика корпоративного управления в 2009 году: с государственным участием*. 2010. М.: Рейтинговое агентство «Эксперт». <http://www.raexpert.ru/editions/bulletin>
- Ружанская Л. С. 2010. Государство и изменение стратегических аспектов корпоративного управления в российских компаниях. *Вестник Новосибирского Государственного университета. Серия «Социально-экономические науки»* 10 (1): 3–16.
- Современное корпоративное управление в России глазами зарубежных бизнесменов и экспертов*. 2010. Материалы круглого стола НСКУ и РБТП 22 июня 2010 г. Москва. <http://www.nccg.ru>
- Яковлев А., Симачев Ю., Данилов Ю. 2009. Российская корпорация, модели поведения в условиях кризиса. *Вопросы экономики* (6): 70–82.
- Agrawal A., Knoeber C. R. 1996. Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 31 (3): 377–397.

- Aksu M. H. 2006. *Transparency & Disclosure in the Istanbul Stock Exchange: Did IFRS Adoption and Corporate Governance Principles Make a Difference?* SSRN Working Paper <http://ssrn.com/abstract=965301>
- Archambault J., Archambault M. 2003. A multinational test of determinants of corporate disclosure. *International Journal of Accounting* 38 (2): 173–194.
- Baysinger B. D., Butler H. 1985. Corporate governance and the boards of directors: Performance effects of changes in board composition. *Journal of Law, Economics and Organizations* 1 (1): 101–124.
- Beatty A., Liao S., Weber J. 2008. *Financial Reporting Quality, Private Information, Monitoring and the Lease-versus-Buy Decision*. Working Paper, Ohio State University, University of Toronto and MIT.
- Bertrand M., Mullainathan S. 2001. Do people mean what they say? Implications for subjective survey data. *American Economic Review Papers and Proceedings* 91 (2): 67–72.
- Bollen L. H., Hassink H., Bozic G. 2006. Measuring and explaining the quality of Internet investor relations activities: A multinational empirical analysis. *International Journal of Accounting Information Systems* 7 (4): 273–298.
- Bushman R. M., Smith A. J. 2001. Financial accounting information and corporate governance. *Journal of Accounting and Economics* 32 (1–3): 237–333.
- Bushman R. M., Smith A. J. 2003. Transparency, financial accounting information and corporate governance. *Federal Reserve Bank of New York's Economic Policy Review* 9 (1): 65–87.
- Bushman R. M., Piotroski J. D., Smith A. J. 2004. What determines corporate transparency? *Journal of Accounting Research* 42 (2): 207–252.
- Cheung Y.-L. S., Connelly J. Th., Limpaphayom P., Zhou L. 2006. *Determinants of Corporate Disclosure and Transparency: Evidence from Hong Kong and Thailand*. Working paper, 2006 China International Conference in Finance. <http://www.cicf.org.cn/cicf2006/cicf2006paper/20060111155540.pdf>
- Core J. 2001. A review of the empirical disclosure literature: Discussion. *Journal of Accounting and Economics* 31 (1–3): 441–456.
- Cotter J., Shivdasani A., Zenner M. 1997. Do independent directors enhance target shareholder wealth during tender offers? *Journal of Financial Economics* 43 (2): 195–218.
- Dechow P. M. 1994. Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance: The role of accounting accruals. *Journal of Accounting & Economics* 18 (1): 3–42.
- Dechow P. M., Sloan R. G., Sweeney A. P. 1995. Detecting earnings management. *Accounting Review* 70 (2): 193–226.
- Diamond D. W., Verrecchia R. E. 1991. Disclosure, liquidity, and the cost of capital. *Journal of Finance* 46 (4): 1325–1359.
- Durnev A., Han Kim. 2005. To steal or not to steal: Firm attributes, legal environment, and valuation. *Journal of Finance* 60 (3): 1461–1493.
- Durnev A., Guriev S. 2007. *The Resource Curse: A Corporate Transparency Channel*. SSRN Working Paper. <http://ssrn.com/abstract=1020476>.
- Dyck A., Zingales L. 2004. Private benefits of control: An international comparison. *Journal of Finance* 59 (2): 537–600.
- Eisenberg T., Sundgren S., Wells M. T. 1998. Larger board size and decreasing firm value in small firms. *Journal of Financial Economics* 48 (1): 35–54.
- Ellul A., Guntay L., Lel U. 2007. *External Governance and Debt Agency Costs of Family Firms*. Working paper, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Ernst & Young. 2005. *Investors on Risk. The Need for Transparency*. http://www.eycom.ch/publications/items/brs/investors_on_risk/en.pdf
- Fama E. F., Jensen M. C. 1983. Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics* 26 (2): 301–325.
- Fama E. F., French K. R. 1993. Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics* 33 (1): 3–56.

- Fama E. F., French K. R. 1998. Value versus growth: The international evidence. *Journal of Finance* 53 (6): 1975–1999.
- Fan J. P. H., Wong T. J. 2002. Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia. *Journal of Accounting and Economics* 33 (3): 401–425.
- Healy P., Palepu K. 2001. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics* 31 (1–3): 405–440.
- Hermalin B., Weisbach M. 1991. The effect of board composition and direct incentives on firm performance. *Financial Management* 20 (4): 101–112.
- Hope O.-K., Thomas W. B., Vyas D. 2009. *Transparency, Ownership, and Financing Constraints: An International Study Using Private Firms*. Financial Accounting and Reporting Section (FARS) Paper. <http://ssrn.com/abstract=1264730>.
- Hubbard G. R. 1998. Capital-market imperfections and investment. *Journal of Economic Literature* XXXVI (1): 193–225.
- Huther J. 1997. An empirical test of the effect of board size on firm efficiency. *Economics Letters* 54 (3): 259–264.
- Jensen M. C., Meckling W. H. 1992. Specific and general knowledge, and organizational structure. In: Werin L., Wijkander H. (eds.). *Contract Economics*. Blackwell: Oxford; 251–274.
- Karolyi G. A., Lee Kuan-Hui, van Dijk M. A. 2007. *Commonality in Returns, Liquidity, and Turnover around the World*. Working Paper Series, Charles A. Dice Center for Research in Financial Economics, Ohio State University.
- Khanna T., Palepu K. G., Srinivasan S. 2004. Disclosure practices of foreign companies interacting with U.S. markets. *Journal of Accounting Research* 42 (2): 475–508.
- Klapper L. F., Love I. 2002. *Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets*. World Bank Policy Research Working Paper No. 2818.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. 1999. Corporate ownership around the world. *Journal of Finance* 54 (2): 471–517.
- Lang M., Lundholm R. 1993. Cross-sectional determinants of analyst's ratings of corporate disclosures. *Journal of Accounting Research* 31 (2): 246–271.
- Levine R. 1997. Financial development and economic growth. *Journal of Economic Literature* 35 (2): 688–726.
- Lins K. V. 2003. Equity ownership and firm value in emerging markets. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38 (1): 159–184.
- Llorente G., Michaely R., Saar G., Wang J. 2002. Dynamic volume-return relation of individual stocks. *Review of Financial Studies* 15 (4): 1005–1047.
- Meek G., Rjberts C., Gray S. 1995. Factors influencing voluntarily annual report disclosure by US, UK and continental European multinational corporations. *Journal of International Business Studies* 26 (3): 555–572.
- Miller G. 2002. Earnings performance and discretionary disclosure. *Journal of Accounting Research* 40 (1): 173–204.
- Mitton T. 2002. *A Cross-Firm Analysis of the Impact of Corporate Governance on the East Asian Financial Crisis*. AFA 2002, New Orleans.
- Modigliani F., Miller M. H. 1958. The cost of capital. Corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review* 48 (3): 261–297.
- Morck R., Shleifer A., Vishny R. W. 1988. Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics* 20 (1–2): 293–315.
- Morck R., Yeung B., Yu W. 2000. *The Information Content of Stock Markets: Why do Emerging Markets have Synchronous Stock Price Movements?* William Davidson Institute Working Papers Series No. 44. William Davidson Institute at the University of Michigan Stephen M. Ross Business School.
- Nicola G. D., Laeven L., Ueda K. 2007. *Corporate Governance Quality: Trends and Real Effects*. IMF Working Papers, No. 06/293.
- Nuno F., Ferreira M. A. 2009. Insider trading laws and stock price informativeness. *Review of Financial Studies* 22 (5): 1845–1887.

- Rajan R., Zingales L. 1998. Financial dependence and growth. *American Economic Review* **88** (3): 559–586.
- Shleifer A., Vishny R. W. 1997. A survey of corporate governance. *Journal of Finance* **52** (2): 737–783.
- Stulz R. 2005. The limits of financial globalization. *Journal of Finance* **60** (4): 1595–1638.
- Trueman B. 1986. Why do managers voluntarily release earnings forecasts? *Journal of Accounting and Economics* **8** (1): 53–71.
- Watts R., Zimmerman J. 1978. Towards a positive theory of the determination of accounting standards. *The Accounting Review* **53** (1): 112–134.
- Watts R., Zimmerman J. 1986. *Positive Theory of Accounting*. Prentice-Hall: Englewood Cliffs, NJ.
- Weisbach M. 1988. Outside directors and CEO turnover. *Journal of Financial Economics* **20** (1–2): 431–460.
- Wurgler J. 2000. Financial markets and the allocation of capital. *Journal of Financial Economics* **58** (1–2): 187–214.
- Yermack D. 1996. Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics* **40** (2): 1–19.
- Zaman A., Collier P. A. 2005. Convergence in European corporate governance: The audit committee concept. *Corporate Governance: An International Review* **13** (6): 753–768.

Статья поступила в редакцию
14 января 2010 г.