

ПОЛНОТА РАСКРЫТИЯ НЕФИНАНСОВОЙ ИНФОРМАЦИИ РОССИЙСКИМИ КОМПАНИЯМИ: ВЛИЯНИЕ НА ИНВЕСТИЦИОННУЮ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТЬ

Е. А. ФЕДОРОВА

*Департамент корпоративных финансов и корпоративного управления,
Финансовый университет при Правительстве РФ, Россия^а*

Л. Е. ХРУСТОВА

*Департамент корпоративных финансов и корпоративного управления,
Финансовый университет при Правительстве РФ, Россия^а;
Факультет экономических наук,
Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», Россия^б*

И. С. ДЕМИН

*Департамент анализа данных и принятия решений,
Финансовый университет при Правительстве РФ, Россия^с*

В условиях развития цифровизации усиливается роль информационной прозрачности компании, которая во многом определяет интерес и ожидания инвесторов относительно ее дальнейшего роста. При этом все большую значимость при оценке инвестиционной привлекательности компаний приобретает раскрываемая нефинансовая информация. Цель исследования — обоснование влияния полноты раскрытия нефинансовой информации на инвестиционную привлекательность российских компаний. Для ее достижения используется современная методология текстового анализа, формируются авторский словарь и индекс, характеризующие полноту раскрытия нефинансовой информации. Построение панельной регрессии позволило эмпирически доказать значимость полноты раскрытия нефинансовой

Статья подготовлена по результатам исследований, выполненных за счет бюджетных средств по государственному заданию Финансового университета при Правительстве РФ 2019 г.

Адреса организаций: ^а Финансовый университет при Правительстве РФ, Департамент корпоративных финансов и корпоративного управления, Малый Златоустинский пер., 7, Москва, 101000, Россия; ^б Факультет экономических наук, Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», Покровский бул., 11, Москва, 109028, Россия; ^с Финансовый университет при Правительстве РФ, Департамент анализа данных, принятия решений и финансовых технологий, Щербаковская ул., 38, Москва, 105187, Россия.

© Е. А. Федорова, Л. Е. Хрустова, И. С. Демин, 2020

<https://doi.org/10.21638/spbu18.2020.103>

информации как по отдельным тематическим направлениям, регулируемым международными стандартами Global Reporting Initiative, так и по дополнительным направлениям для формирования будущих показателей инвестиционной привлекательности российских компаний за период с 2009 по 2018 г.

Ключевые слова: полнота раскрытия информации, раскрытие нефинансовой информации, инвестиционная привлекательность, коэффициент Тобина, текстовый анализ, стандарты GRI.

JEL: C5, G30, G39, M14.

Основой принятия инвестиционных решений выступает информация, публикуемая о компании в различных источниках: на официальных сайтах, в средствах массовой информации, социальных сетях, материалах аналитических и рейтинговых агентств. Неслучайно все чаще компании анализируются и ранжируются по степени своей информационной прозрачности. Высокая позиция, занимаемая той или иной компанией в подобном рейтинге, формирует положительный образ эмитента в глазах инвестора, что повышает степень его инвестиционной привлекательности. В связи с этим компании все более ответственно подходят к составлению и публикации своей годовой отчетности.

Стоимостные и финансовые результаты деятельности компании выступают ключевым ориентиром при оценке ее инвестиционной привлекательности потенциальными акционерами и инвесторами. Однако многочисленные исследования отечественных и зарубежных ученых (см., напр.: [Knight, Ellson, 2017; Ли, 2010; Кузубов, Евдокимова, 2017]) подтверждают, что существует целая группа качественных характеристик компании, оказывающих существенное воздействие на формирование инвестиционных интересов инвесторов, которые не учитываются в составе стоимостных показателей. К таким характеристикам можно отнести качество корпоративного управления, степень ее экологической ответственности, тип политики в области управления персоналом.

В соответствии с выявленной тенденцией в последнее время российские компании стали уделять внимание раскрытию нефинансовой информации при публикации

своей годовой отчетности (к числу таких компаний можно отнести ПАО «НК «Роснефть», ПАО «Лукойл», ПАО «Сбербанк»). В текстах годовых отчетов указанных и ряда других компаний появляются дополнительные информационные разделы, характеризующие нефинансовые аспекты их деятельности. Данный факт позволяет выдвинуть предположение о том, что инвестиционная привлекательность компаний должна меняться под воздействием раскрываемой нефинансовой информации.

Обнаружение информации о нефинансовых характеристиках деятельности компании в России пока еще недостаточно регламентировано. Потребность инвесторов в получении нефинансовой информации обусловила стремление компаний-эмитентов уделять большее внимание ее освещению. Однако в условиях отсутствия строгого регулирования компании имеют возможность открыто публиковать только положительные результаты нефинансовых аспектов деятельности, скрывая негативную информацию.

За рубежом регулирование публикации нефинансовой отчетности получило более широкое развитие. В странах Европейского союза и США были разработаны различные публичные и частные (применяемые конкретными компаниями) стандарты раскрытия нефинансовой информации, которые активно используются эмитентами ценных бумаг. В России в настоящее время было принято несколько нормативно-правовых актов рекомендательного характера, направленных на регулирование сферы публикации нефинансовой информации. К числу подобных документов можно от-

нести «Кодекс корпоративного управления», разработанный Банком России, а также Распоряжение Правительства РФ № 876-р от 5 мая 2017 г., утверждающее Концепцию развития публичной нефинансовой отчетности. Тем не менее многие российские компании по-прежнему не уделяют должного внимания публикации нефинансовой отчетности, а крупнейшие компании в качестве ориентира используют зарубежные стандарты раскрытия информации.

С учетом обозначенных тенденций можно вести речь о существовании потребности в оценке полноты раскрытия нефинансовой информации российскими компаниями. Подобное измерение позволит эмпирически проанализировать существование влияния полноты ее представления на инвестиционную привлекательность компании.

Цель работы — обоснование влияния полноты раскрытия нефинансовой информации на инвестиционную привлекательность российских компаний. В условиях отсутствия методологии ее оценки для реализации поставленной цели осуществлен текстовый анализ годовой отчетности 69 российских эмитентов, что отличает данную работу от имеющихся в части методологии оценки полноты раскрытия информации. В ходе исследования был составлен авторский словарь раскрытия нефинансовой информации, основанный на экспертном анализе и адаптации словаря Глобальной инициативы по отчетности Global Reporting Initiative (GRI). Влияние предоставляемой нефинансовой информации на инвестиционную привлекательность компаний рассматривалось в разрезе их отдельных нефинансовых характеристик.

ОБЗОР ЛИТЕРАТУРЫ И ГИПОТЕЗЫ ИССЛЕДОВАНИЯ

Инвестиционная привлекательность компании неоднозначно трактуется в отечественной и зарубежной литературе. Чаще всего она описывается с учетом динамики

стоимостных показателей или расчетных индикаторов компании, самым распространенным из которых является коэффициент Тобина (отношение рыночной стоимости компании к восстановительной стоимости ее активов). Кроме того, анализируются другие факторы, которые в совокупности трактуются как характеристика инвестиционной привлекательности компании.

Исследования, связанные с выявлением факторов инвестиционной привлекательности эмитентов, можно разделить на две группы. К первой группе относятся работы, посвященные анализу факторов, влияющих на динамику фондового рынка в целом. В качестве показателя инвестиционной привлекательности компаний в них выступает курсовая стоимость акций, а их динамика рассматривается в контексте изменений, происходящих на рынке в целом. Таким образом, выявляется, какие факторы оказывают влияние на инвестиционную привлекательность компаний на анализируемом рынке. Примером подобных исследований могут служить работы [Wen et al., 2019; Algia, Abdelfatteh, 2018], в которых оценивается зависимость волатильности индексов фондовой биржи от изменений цены на нефть.

Во второй группе работ выявляются факторы, определяющие изменение характеристик инвестиционной привлекательности компании. Ряд исследователей связывают процесс формирования стоимости акции исключительно с процессами, происходящими внутри компаний, которые и определяют привлекательность их акции с точки зрения инвесторов. Например, в [Mangala, Anita, 2016] рыночная капитализация поставлена в зависимость от показателей балансовой стоимости, дивидендной доходности, EPS (дохода на акцию), размера компании. Авторы работы [Boshkovska et al., 2016], напротив, определяют инвестиционную привлекательность через воздействие исключительно внешних факторов, таких как величина валовых накоплений, процентная ставка по депозитам, уровень инфляции, темп роста ВВП.

При моделировании цены акции как характеристики инвестиционной привлекательности компании в состав модели включаются как внутренние (уровень EPS, DPS (дивиденд на акцию)), так и внешние факторы (цена нефти, стоимость ВВП, индекс потребительских цен, процентных ставок и платежеспособного спроса). К числу сторонников такого подхода можно отнести авторов работ [Al-Tamimi, Alwan, Abdel Rahman, 2011; Rahmani et al., 2015], которые разделяют внутренние факторы на управленческие, маркетинговые и структурные, а внешние факторы — на политические и экономические.

Как правило, инвесторы в процессе формирования мнения о компании опираются на открытые источники данных, к числу которых можно отнести официальные сайты компаний, средства массовой информации, социальные сети, материалы аналитических и рейтинговых агентств. Раскрытие финансовых результатов деятельности компании строго регламентировано требованиями законодательства. Существует перечень фактов хозяйственной жизни компании, обязательных к публикации в открытом доступе; наиболее полную информацию должны предоставлять публичные акционерные компании.

Однако в последнее время все чаще в литературе прослеживается идея о том, что инвестиционную привлекательность компании в значительной степени обеспечивают так называемые нефинансовые факторы, т. е. события, процессы и явления, не измеряемые в денежном выражении, но оказывающие существенное влияние на ее жизнедеятельность и репутацию. Так, воздействие культурных факторов (символизма и знаков) на динамику цен на китайской фондовой бирже рассматривается в работе [Cai, Cai, Keasey, 2007]; влияние факторов корпоративной социальной ответственности, степени удовлетворенности клиентов и репутации компании на стоимость бизнеса изучается в [Garcia-Madariaga, Rodríguez-Rivera, 2017]; различные проявления взаимосвязи, воз-

никающей между ценой нематериальных активов, брендом и стоимостью самой компании, обосновываются в [Belo, Lin, Vitorino, 2014]. К числу нефинансовых характеристик компании также можно отнести уровень раскрытия информации, выступающей основой принятия решения о вложении денежных средств и значительно определяющей интерес и ожидания инвесторов в эпоху постиндустриального общества.

Таким образом, в процессе выбора инвестиционных решений потенциальные инвесторы в определенной степени обеспечены информацией о финансовом состоянии компании. Причем вопросам повышения ее достоверности уделяется значительное внимание как за рубежом, так и в России [Choi et al., 2019; Алексеев, Савельева, Дудин, 2018].

Представление компаниями нефинансовой информации, особенно в России, регламентировано недостаточно. В данной статье рассматриваются вопросы, связанные с влиянием качества ее раскрытия на инвестиционную привлекательность. Для достижения цели исследования и с учетом краткого обзора литературы можно сформулировать следующие гипотезы.

Гипотеза 1. Степень раскрытия компанией нефинансовой информации о качестве корпоративного управления, экологической результативности, экологической ответственности и политике в области управления персоналом в соответствии со стандартами GRI оказывает влияние на инвестиционную привлекательность компании на финансовом рынке.

Многие зарубежные авторы выдвигают идею существования влияния раскрытия нефинансовой информации на инвестиционную привлекательность компании. Вместе с тем большинством из них полнота этого раскрытия оценивается субъективно через показатели, базирующиеся на экспертном контент-анализе годовой отчетности компаний (выставляются балльные оценки полноты раскрытия информации по рас-

смаатриваемому вопросу, осуществляются сплошная читка текстов отчетов и ручной подсчет количества упоминания терминов по анализируемой тематике).

Авторы исследования [Coram, Mock, Monroe, 2011] определяют факторы, оказывающие влияние на решения аналитиков в процессе оценки акций. Установлено, что в ситуациях, когда динамика стоимости акций является отрицательной, большую роль играет финансовая отчетность, а в случаях, когда наблюдается положительная динамика цен на акции, инвесторы склонны ориентироваться именно на нефинансовую отчетность. В работе [Knight, Ellson, 2017] обосновывается существование взаимосвязи между раскрытием нефинансовой информации и стоимостными показателями компании, а в [Chen, Tang, Feldmann, 2015] проведен контент-анализ годовых отчетов компаний в Швеции, Китае и Индии во взаимосвязи с финансовыми результатами их деятельности, причем за основу исследования взяты принципы западных стандартов социальной ответственности GRI.

Отечественные авторы также проводили исследования, связанные с оценкой раскрытия нефинансовой информации именно по международным стандартам GRI. Так, в работе [Кузубов, Евдокимова, 2017] на примере стран БРИКС обосновывается положительное влияние факта выпуска отчета по стандарту GRI на отношение рыночной стоимости компании к балансовой в течение года.

Рассматриваемые в работах стандарты GRI задают принципы раскрытия нефинансовой информации по четырем основным категориям: (1) качество корпоративного управления; (2) экономическая результативность; (3) экологическая ответственность; (4) политика в области управления персоналом. Недостатком исследований в данной области является субъективный характер оценки качества раскрытия нефинансовой информации. Большинство авторов опираются на экспертный метод установления критериев степени раскрытия, что не позволяет в полной мере гарантировать достоверность установленных взаимосвязей.

Настоящее исследование также основано на рассмотрении раскрытия нефинансовой информации по категориям, установленным стандартами GRI. Однако для преодоления указанного недостатка в нем применена методология текстового анализа, позволяющая рассчитать количество совпадений упоминаемых в годовом отчете терминов по заданной теме с терминами, составляющими словарь (по нефинансовым характеристикам компании). Таким образом, с использованием новой методологии устанавливалось и проверялось предположение о существовании взаимосвязи между раскрытием информации о качестве корпоративного управления, экономической результативности, экологической ответственности и политике в области управления персоналом и инвестиционной привлекательностью компании.

Гипотеза 2. Полнота раскрытия нефинансовой информации о благотворительной и спонсорской деятельности, социальной ответственности, инновационности и научно-техническом развитии компании, не освещаемая в стандартах GRI, дополнительно оказывает влияние на инвестиционную привлекательность компании.

Зарубежные стандарты раскрытия нефинансовой информации GRI ограничены представленными в них тематическими направлениями. Однако в некоторых из проводившихся ранее исследований выдвигались идеи о влиянии ряда других факторов на инвестиционную привлекательность компании. В частности, в [Кельчевская, Черненко, Попова, 2017] обосновывается значимость раскрытия информации о взаимодействии с локальным сообществом (в том числе через благотворительность и внешние социальные инвестиции) и социальной ответственности; в [Hoffmann et al., 2019] анализируется взаимосвязь раскрытия информации об инновационных разработках и стоимости заемного финансирования; в [Yan, 2017] рассматривается, каким образом публикация сведений об интеллектуальном капитале влияет на степень концентрации акций ком-

пании; в [Lu, 2010] оценивается склонность компаний к недоинвестированию в зависимости от степени раскрытия информации о социальной ответственности.

На основе проведенного анализа литературы можно выделить дополнительные нефинансовые факторы, раскрытие информации о которых может оказать воздействие на инвестиционную привлекательность компании, однако они не представлены в рамках стандартов GRI. К ним относятся благотворительная и спонсорская деятельность, инновационность и научно-техническое развитие компании, социальная ответственность. На наш взгляд, включение индикаторов раскрытия информации по указанным факторам в модель инвестиционной привлекательности компании позволит увеличить ее достоверность и точность.

МЕТОДОЛОГИЯ И ДАННЫЕ ИССЛЕДОВАНИЯ

Для обоснования выдвинутых гипотез с использованием методологии текстового анализа в статье предложен показатель, характеризующий полноту раскрытия нефинансовой информации. Общая схема проведенного исследования представлена на рис. 1.

В работе выдвинута идея о том, что в условиях отсутствия строгой регламентации публикации нефинансовой информации индикаторами раскрытия информации выступают слова и термины, связанные с описанием конкретной нефинансовой информации. Подобная идея о возможности характеристики полноты раскрытия информации через количество упоминаемых терминов неоднократно использовалась в трудах зарубежных авторов. А. Ф. МакКенни и его коллеги систематизировали подходы и словари, применяемые в различных сферах, и впоследствии разработали основанное на них программное обеспечение [McKenney et al., 2018]. В контексте исследуемой темы методология подсчета количества упоминаемых тех или иных терминов применяется

для характеристики того, насколько полно освещаются различные вопросы, в том числе нефинансового характера, в годовой отчетности компаний.

Обоснование данной идеи может быть рассмотрено на следующем примере. Раскрытие информации о ситуациях, связанных с нарушением антикоррупционного законодательства, невозможно без употребления терминов «коррупция», «случай коррупции» и др. Указанные термины будут встречаться в отчетах компаний, имеющих и не имеющих выявленных случаев нарушения антикоррупционного законодательства и стремящихся обнародовать данную информацию. Напротив, если менеджмент компании не считает необходимым сообщать об этом широкой общественности, то указанные термины в тексте будут отсутствовать. Такое возможно в том числе при наличии информации негативного характера, например, подтвержденных случаев коррупции, которые компания не желает освещать.

Следовательно, полнота раскрытия нефинансовой информации может быть количественно оценена через показатель числа повторений конкретных терминов, характеризующих нефинансовые аспекты деятельности компании в тексте годового отчета. Этот показатель может быть использован в двух различных вариациях: с нормированием на общее количество слов в отчете, а также с выставлением рейтинговых оценок по направлениям раскрытия информации. Первый подход неприменим для российских компаний по причине низкого уровня раскрытия нефинансовой информации как таковой, что искажает подобные показатели при нормировании. В подобных ситуациях показатель количества слов применяется без нормирования, что и было сделано в рамках настоящего исследования. Второй подход не позволяет преодолеть недостаток экспертного выставления оценок, заключающийся в его субъективности.

В настоящее время имеются англоязычные словари для осуществления текстового анализа в целях оценки раскрытия нефинансовой информации: глоссарий слов по

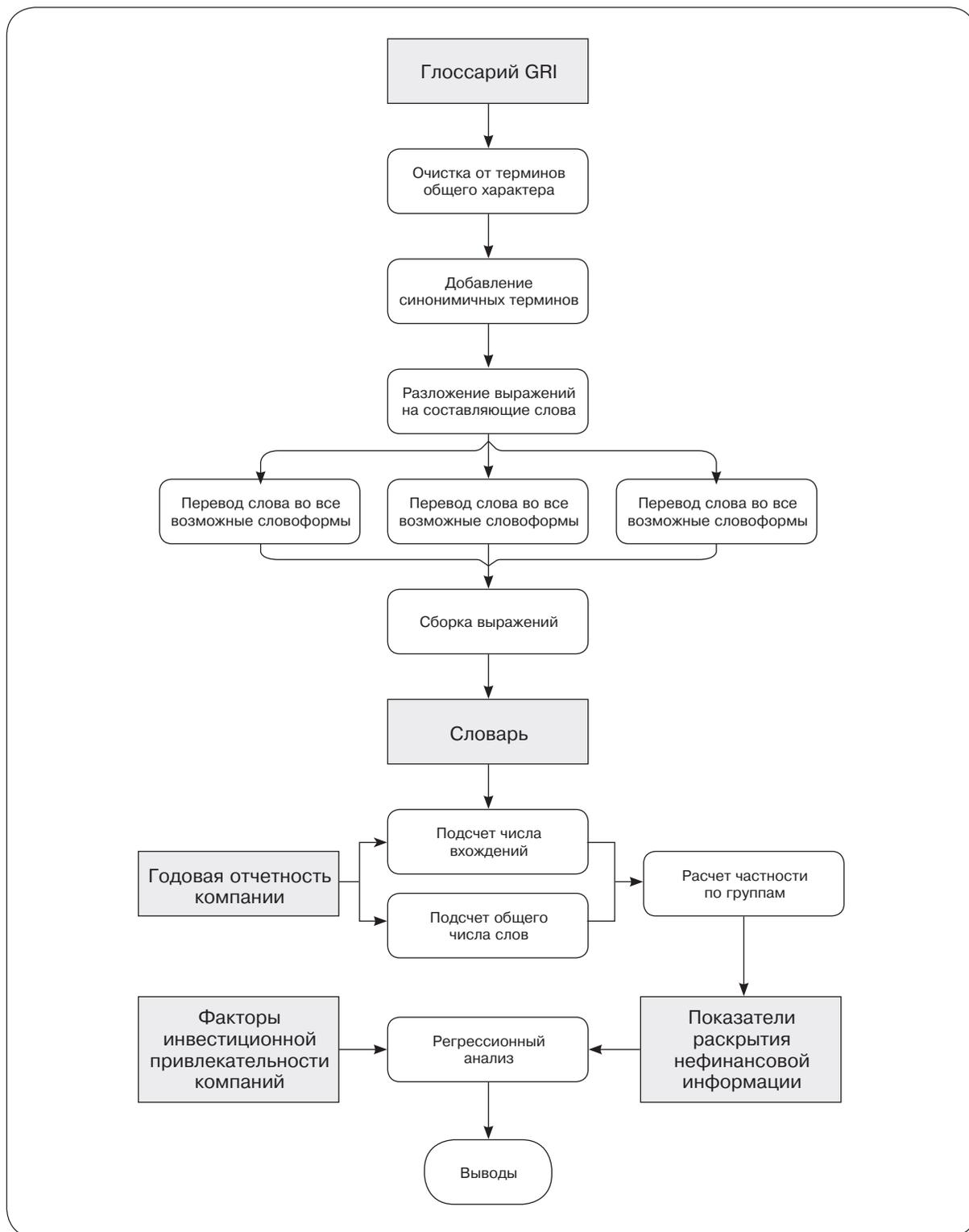


Рис. 1. Схема исследования

корпоративной социальной ответственности [Pencle, Malescu, 2016], словарь оценки экономической и социальной ориентации компании [Moss et al., 2018]¹. Указанные словари не могут быть применены для анализа отчетности российских компаний, а профессиональные русскоязычные словари пока еще не сформированы. В связи с этим в рамках исследования был собран авторский словарь терминов, характеризующих раскрытие нефинансовой информации.

Изучение порядка и характера публикации нефинансовой информации российскими компаниями позволило сделать вывод о том, что несовершенство отечественной нормативно-правовой базы, регулирующей нефинансовую отчетность, и стремление привлечь иностранных инвесторов вынуждают крупнейшие российские компании ориентироваться на международные стандарты GRI. Каждая серия стандартов содержит в себе глоссарий ключевых терминов, который и был взят за основу составления авторского словаря. Однако применение данного глоссария в изначальном виде было невозможно, в связи с чем совершено несколько модификаций, позволивших адаптировать его для достижения цели исследования.

Сначала глоссарий GRI был «очищен» от слов и терминов общего характера, задающих основной понятийный аппарат, но не отражающих полноту раскрытия информации по рассматриваемой тематике, например, «supplier» («поставщик»), «service» («услуга»), «product» («продукт», «продукция»). Затем его содержание было адаптировано к особенностям русского языка, богатого синонимичными конструкциями и сложными оборотами. На основе экспертного анализа отчетности российских компаний понятия глоссария GRI были приведены в строгое соответствие с принятой терминологией российской отчетности, а также дополнены синонимами. Таким об-

разом, словарь был существенным образом расширен, в том числе терминами, характеризующими благотворительную и спонсорскую деятельность, социальную ответственность и инновационность и технологичность производства (не обозначенными в стандартах GRI), для проверки второй гипотезы. Расширение словаря в данном направлении происходило на основе экспертного анализа годовых отчетов и отчетов об устойчивом развитии более чем 69 российских компаний. Итоговый авторский словарь включил в себя около 300 терминов и словосочетаний².

Во время поиска по заданному словарю необходимо учитывать все возможные варианты словосочетаний. Так, понятие «социальная программа» может быть представлено в 11 разных формах. Для достижения данной цели текстовый анализ отчетности осуществлялся с использованием регулярных выражений, составленных на основе предложенного словаря. В исследовании был использован следующий алгоритм действий:

- 1) каждое из словосочетаний словаря было разбито на отдельные слова (например, «социальная», «программа»);
- 2) для каждого слова из исходного словаря с помощью морфологического словаря проекта OpenCorpora (<http://opencorpora.org/>) определялись начальная форма и все возможные словоформы. При этом в случае неоднозначности лемм нужный вариант выбирался из нескольких предложенных. Отдельные термины, не отраженные в использованном списке словоформ, обрабатывались вручную;
- 3) формы слова объединялись в группу регулярного выражения таким образом, чтобы при поиске были учтены все варианты написания. При этом была осуществлена необходимая обработка регулярных выражений, которая позволила избежать появления результирующих слов, полно-

¹ Примеры словарей представлены на сайте CAT Scanner: <http://www.catscanner.net/dictionaries.php>

² Авторский словарь оформлен в виде библиотеки среды R (ссылка на библиотеку: <https://github.com/dmafanasyev/rulexicon>).

стью входящих в состав других слов; учитывать возможный перенос на другую строку, а также различные варианты написания слов (например, «дью дилидженс», «дью дилиджэнс», «дью-дилидженс»).

Лемматизация терминов исходного текста (их приведение к начальной форме) не осуществлялась во избежание возникновения неоднозначных трактовок, связанных с наличием двух и более возможных лемм у некоторых слов. В текстовом анализе она производится на основе словарей, содержащих начальные формы слов и все возможные их словоформы.

С учетом выявления количества упоминаний установленных терминов авторами был построен индекс раскрытия нефинансовой информации ($I_{non-fin}$), который позволил оценить полноту раскрытия нефинансовой информации российскими компаниями:

$$I_{non-fin} = \sum_{t=1}^n Q_t,$$

где $I_{non-fin}$ — индекс раскрытия нефинансовой информации; Q_t — количество упоминаний терминов по теме; n , t — количество тематических направлений, учитываемых в рамках индекса раскрытия нефинансовой информации. Индекс измеряется в единицах и демонстрирует общее количество упоминаний терминов, характеризующих полноту раскрытия нефинансовой информации.

Для эмпирического обоснования выделения гипотез в ходе исследования были поэтапно построены два индекса, первый из которых включал в себя количество упоминаний терминов по четырем темам (в соответствии с GRI) и отражал содержание первой гипотезы, а второй — по семи темам (с учетом дополнительно выделенных экспертным путем), следуя второй гипотезе. Кроме того, обособленно описывалось влияние раскрытия информации по каждому направлению на инвестиционную привлекательность компании. Таким образом, были рассмотрены индексы по семи обозначенным в гипотезах факторам (переменные $X1-X7$), а также два индекса, объединяющие факторы в рамках первой (i) и второй ($i1$) гипотез.

Количество упоминаний терминов по каждой теме в отдельности также исполь-

зовалось для установления взаимосвязи между инвестиционной привлекательностью и раскрытием нефинансовой информации по конкретной теме.

Для установления взаимосвязи между разработанными индексами раскрытия нефинансовой информации и инвестиционной привлекательностью компании была применена методология построения панельной регрессии. Анализ зарубежных и отечественных источников по проблеме изучения инвестиционной привлекательности компании, представленный выше, показал, что большинство авторов при моделировании в качестве показателя инвестиционной привлекательности рассматривают рыночную цену акции компании или рыночную капитализацию. Несмотря на то что стоимостные рыночные характеристики акций выступают сигналом для инвестора о целесообразности осуществления вложений в компанию, цена акции и рыночная капитализация, как правило, сопоставляются с величиной чистых активов или балансовой стоимостью для формирования вывода о перспективе дальнейшей динамики показателей компании. В связи с этим целесообразно в качестве показателя инвестиционной привлекательности компании использовать коэффициент Тобина, который отражает отношение рыночной и балансовой стоимости компании и неоднократно рассматривался как объективный показатель инвестиционной привлекательности компаний различных отраслей [Загороднова, Новиков, 2014; Брегвадзе, Соколянский, Князева, 2016].

Полный перечень определяющих переменных, сформированных на основе источников, приведенных в обзоре литературы и использованных при построении панельной регрессии, представлен в табл. 1.

Для эмпирического обоснования выдвинутых гипотез выбран период с 2009 по 2018 г., поскольку именно после мирового финансового кризиса существенным образом были пересмотрены подходы и требования к публикации отчетности компаний. В это время, наряду с ужесточением

Таблица 1
Переменные панельной регрессии

Переменная	Показатель
Y	Коэффициент Тобина
X1	Индекс раскрытия общей информации о корпоративном управлении
X2	Индекс раскрытия информации об экономической результативности
X3	Индекс раскрытия информации об экологической ответственности
X4	Индекс раскрытия информации о политике в области управления персоналом
X5	Индекс раскрытия информации о социальной ответственности
X6	Индекс раскрытия информации о благотворительной и спонсорской деятельности
X7	Индекс раскрытия информации об инновационном и научно-техническом развитии
X9	Рентабельность активов
X10	Рентабельность собственного капитала
X11	Средневзвешенная стоимость капитала
X12	Средневзвешенная стоимость капитала на экономическую добавленную стоимость
X13	Активы
X14	Средневзвешенная цена по объему
X15	Коэффициент цена/прибыль
<i>i</i>	Индекс раскрытия нефинансовой информации (по факторам стандартов GRI X1–X4)
<i>i1</i>	Индекс раскрытия нефинансовой информации (по факторам X1–X7)

регламента раскрытия финансовой отчетности в России и мире, компании постепенно стали освещать в отчетах и нефинансовую информацию.

Первоначально авторами были рассмотрены 217 российских компаний, листингованных на Московской фондовой бирже. Для каждой из них был собран массив, включающий в себя значения отобранных для модели переменных, а также совокупность годовых отчетов, опубликованных компаниями за анализируемый период. Однако на протяжении этих лет перечень листингованных компаний существенно менялся — одни компании покидали биржу, в то время как другие становились публичными. Кроме того, совершенствовалось нормативно-правовое регулирование раскрытия информации. В связи с этим для определенной части компаний годовые отчеты были представлены не на всем рассматриваемом периоде. Аналогичным образом не все финансовые показатели, вошедшие в модель, могли быть рассчитаны для всех компаний.

Таким образом, из первоначальной выборки были исключены компании, данные по которым являлись неполными. Финальную эмпирическую основу анализа составила годовая отчетность 69 российских листингованных компаний. В выборку вошли компании различных отраслей, включая машиностроение, горнодобывающую промышленность, строительство, нефтегазовую отрасль, энергетику, транспорт и др. Данные были собраны с помощью информационной базы RUSLANA, а также официальных сайтов компаний. Показатели, включенные при построении модели инвестиционной привлекательности компании (X9–X15), были отобраны с использованием информационной системы Bloomberg.

АНАЛИЗ ДАННЫХ И РЕЗУЛЬТАТЫ

Установление количества упоминаний терминов, вошедших в авторский словарь, позволило охарактеризовать содержание све-

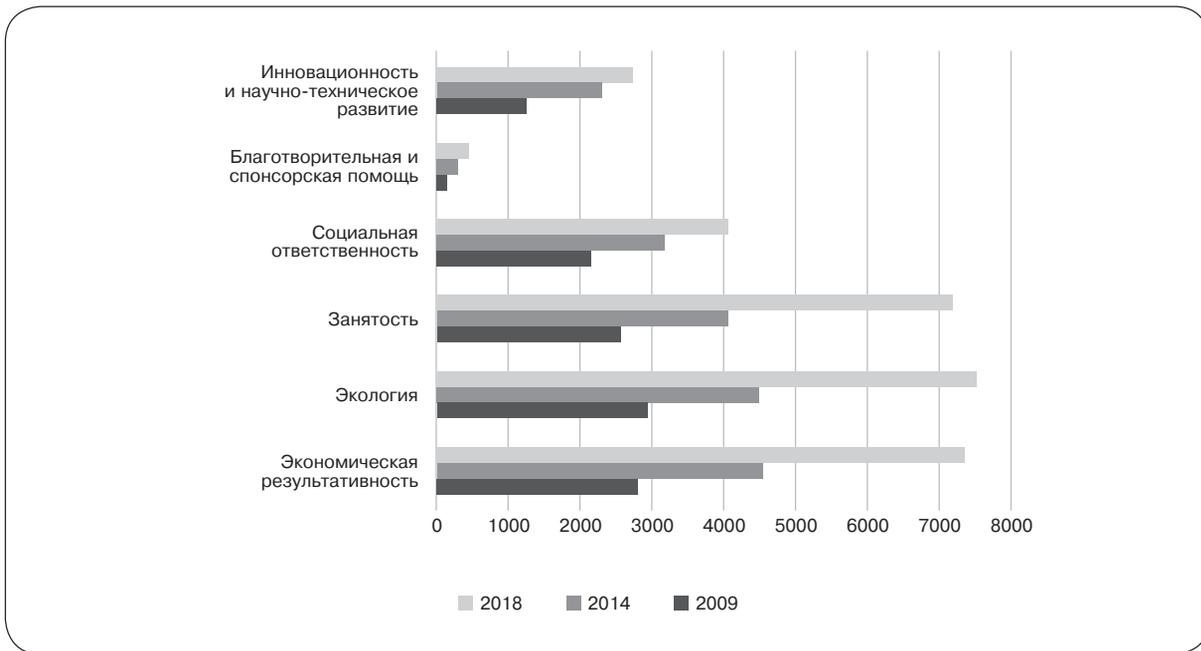


Рис. 2. Количество употреблений терминов по темам в 2009, 2014 и 2018 гг.

дений, раскрываемых в рамках тем, анализируемых для обоснования выдвинутых гипотез. В совокупности на всем рассматриваемом периоде наибольшую частотность упоминания продемонстрировали термины, определяющие качество корпоративного управления компании. Данный результат является предсказуемым, поскольку информация о корпоративном управлении, раскрываемая в рамках данного раздела стандартов GRI, по содержанию задает общий понятийный аппарат, применяемый в процессе раскрытия нефинансовой информации. Динамика количества упоминаний терминов по трем контрольным точкам (2009, 2014 и 2018 гг.) по всем компаниям в совокупности представлена на рис. 2.

Итак, с 2009 по 2018 г. количество упоминаний терминов по всем темам существенно выросло. Это свидетельствует об общей тенденции увеличения степени раскрытия информации и прозрачности компаний. Наибольшая полнота раскрытия демонстрируется по направлениям экономической результативности, экологической

ответственности и занятости, что можно объяснить высокой степенью их регламентации, в том числе в рамках стандартов GRI. Дополнительно выделенные направления раскрытия информации также демонстрируют тенденцию к существенному росту, однако в совокупности упоминаются почти вдвое реже (по сравнению с занятостью, экологией и экономической результативностью).

Можно также отметить, что в 2009–2014 гг. информация о социальной ответственности раскрывалась компаниями примерно в том же объеме, что и о занятости, экологии и экономической результативности. Однако после 2014 г. количество упоминаний терминов по последним трем темам выросло почти вдвое, в то время как раскрытие информации по социальной ответственности увеличилось не столь существенно. Данный факт можно объяснить внедрением в 2015–2016 гг. в Европе новых стандартов GRI, сгруппированных по соответствующим тематическим блокам. Выраженная тенденция к увеличению количества упоминаний ото-

Таблица 2

Описательная статистика эмпирических данных

	X1	X2	X3	X4	X5	X6	X7
Среднее арифметическое	331,5392	71,38731	72,4808	68,16027	45,75292	5,616027	32,75626
Медиана	264	57	54	51	38	4	22
Максимальное значение	1519	396	551	429	198	51	201
Минимальное значение	1	2	1	1	1	1	1
Стандартное отклонение	254,9555	55,83022	72,36931	59,74582	31,92281	6,146985	32,89657
Коэффициент асимметрии	1,375246	1,644891	2,457004	2,053084	1,373412	2,642441	1,836431
Коэффициент эксцесса	5,079930	7,377334	11,65813	9,390669	5,509061	13,59081	6,914261
	X9	X10	X11	X12	X13	X14	X15
Среднее арифметическое	5,772638	15,02025	9,459349	-1,20E+10	1,07E+12	595,9472	23,33484
Медиана	4,8	13,35	8,92	1,78E+08	1,32E+11	19,57	8,105885
Максимальное значение	35,79	413,48	27,76	4,28E+11	3,12E+13	16873,33	4329,3822
Минимальное значение	-58,26	-160,7	1,18	-1,40E+12	1,36E+09	0,01	0
Стандартное отклонение	9,854264	33,32399	3,836699	1,10E+11	3,50E+12	1801,058	181,2574
Коэффициент асимметрии	-0,662103	2,963786	1,017552	-6,792711	5,367978	5,357731	22,61338
Коэффициент эксцесса	8,864795	42,04014	4,823503	69,33564	34,95368	37,22515	534,6775

творительный фонд» (659), «детский дом» (554), «спонсорство» (413).

Понятия, наиболее употребляемые для характеристики экологической ответственности, политики в области управления персоналом, социальной ответственности, инновационности и научно-технического развития, визуально представлены в виде «облака слов» на рис. 3.

Количество упоминаний понятий по анализируемым темам взято за основу определения индексов раскрытия информации. На первом этапе в целях проверки первой

гипотезы для каждой компании были рассчитаны самостоятельные индексы раскрытия информации по качеству корпоративного управления, экономической результативности, экологической ответственности и политике в области управления персоналом. Данные индексы были включены в модель инвестиционной привлекательности компании как самостоятельные переменные.

Описательная статистика переменных, которые вошли в итоговые панельные регрессии, характеризующие взаимосвязь между инвестиционной привлекательно-

Таблица 3

**Результаты построения панельной регрессии:
влияние факторов X1–X4 на инвестиционную привлекательность компании**

Переменная	Значение
Индекс раскрытия общей информации о корпоративном управлении (X1)	4,4937E–04** (1,6062E–04)
Индекс раскрытия информации об экономической результативности (X2)	–1,1535E–03*(8,4649E–04)
Индекс раскрытия информации о политике в области управления персоналом (X4)	–2,1551E–03**(7,2102E–04)
Рентабельность активов (X9)	1,1104E–02*** (3,0951E–03)
Рентабельность собственного капитала (X10)	1,9405E–03*(8,3773E–04)
Средневзвешенная стоимость капитала (X11)	4,7314E–02*** (7,1874E–03)
Средневзвешенная стоимость капитала на экономическую добавленную стоимость (X12)	8,8955E–13*** (2,2907E–13)
Натуральный логарифм активов (X13)	–0,10576** (3,3335E–02)
Средневзвешенная цена по объему (X14)	3,7339E–05** (1,3995E–05)
Константа	1,8992*** (0,36548)

Примечание: в скобках указано значение стандартной ошибки; *, **, *** — значимость при 10%-м, 5%-м и 1%-м уровнях соответственно; $R^2 = 0,2601$.

стью компании и степенью раскрытия информации, представлена в табл. 2.

Моделирование было проведено на панельных данных, включающих 69 компаний РФ за период с 2009 по 2018 г. Объясняемой переменной модели служил коэффициент Тобина, характеризующий инвестиционную привлекательность компании, а в качестве потенциальных регрессоров с лагом в один год были взяты переменные X1–X7, контрольные переменные использовались без лага. Для того чтобы выбрать правильную спецификацию модели, был применен тест Хаусмана. Нулевая гипотеза теста Хаусмана состоит в том, что модель со случайным эффектом предпочтительнее модели с фиксированным эффектом, а альтернативная — наоборот. Для выполнения теста Хаусмана

применялась функция Phetest, достигаемый уровень значимости (p -значение) оказался больше 0,1. Поэтому была принята нулевая гипотеза о том, что модель со случайным индивидуальным эффектом можно считать предпочтительнее модели с фиксированным эффектом (детерминированным индивидуальным эффектом). Тест Бреуша-Пагана не выявил гетероскедастичность в поведении случайных остатков моделей.

В процессе построения панельной регрессии было выявлено, что индекс раскрытия информации об экологической ответственности не является статистически значимым с точки зрения влияния на инвестиционную привлекательность (коэффициент Тобина). Поэтому данная переменная была исключена из модели. Подобный результат может

Таблица 4

**Результаты построения панельной регрессии: влияние
индекса раскрытия нефинансовой информации по факторам X1–X4
на инвестиционную привлекательность компании**

Переменная	Значение
Индекс раскрытия нефинансовой информации по факторам стандартов GRI X1–X4 (<i>i</i>)	-2,106E-04***(6,016E-05)
Рентабельность активов (X9)	1,089E-02***(3,144E-03)
Рентабельность собственного капитала (X10)	2,103E-03*(8,508E-04)
Средневзвешенная стоимость капитала (X11)	4,685E-02***(7,256E-03)
Средневзвешенная стоимость капитала на экономическую добавленную стоимость (X12)	1,135E-12***(2,269E-13)
Средневзвешенная цена по объему (X14)	5,668E-05***(1,349E-05)
Константа	0,7430***

Примечание: в скобках указано значение стандартной ошибки; *, **, *** — значимость при 10%-м, 5%-м и 1%-м уровнях соответственно; $R^2 = 0,2367$.

быть объяснен необходимостью спецификации словаря по отношению к раскрытию информации об экологических вопросах. Включенные в авторский глоссарий термины носят общий универсальный характер. Однако специфика деятельности компаний в некоторых отраслях требует применения особого понятийного аппарата для раскрытия информации об экологии. Невысокая степень значимости отдельных переменных с учетом инвестиционной привлекательности компаний обуславливает также включение в модель только некоторых переменных из числа представленных в табл. 1. Результаты построения панельной регрессии приведены в табл. 3.

Результаты, полученные при построении модели, продемонстрировали, что индексы раскрытия общей информации, информации об экономической результативности и политике в области управления персоналом оказались статистически значимыми. При этом необходимо отметить, что индексы раскрытия информации об экономической результативности и политике в области

управления персоналом имеют отрицательное влияние на инвестиционную привлекательность компании. Это может свидетельствовать о негативном характере информации, раскрываемой российскими компаниями в рамках указанных тем (например, о большом числе случаев производственного травматизма, выявлении коррупции), что отрицательно влияет на ожидания инвесторов относительно компании.

Рассмотренные факторы (X1–X4) были объединены в единый индекс раскрытия нефинансовой информации *i*, на основе которого была построена вторая панельная регрессия, демонстрирующая совокупное влияние факторов на инвестиционную привлекательность компании. Полученные результаты представлены в табл. 4.

Построенная панельная регрессия продемонстрировала высокий уровень значимости индекса раскрытия нефинансовой информации с позиции инвестиционной привлекательности компании. При этом указанный индекс имеет обратную связь с

Таблица 5

**Результаты построения панельной регрессии:
влияние факторов X5–X7 на инвестиционную привлекательность компании**

Переменная	Значение
Индекс раскрытия информации о благотворительной и спонсорской деятельности (X6)	7,230E–03*(3,889E–03)
Индекс раскрытия информации об инновационном и научно-техническом развитии (X7)	–5,522E–03*** (7,323E–04)
Рентабельность активов (X9)	1,188E–02*** (3,031E–03)
Рентабельность собственного капитала (X10)	1,839E–03*(8,209E–04)
Средневзвешенная стоимость капитала (X11)	4,630E–02*** (6,988E–03)
Средневзвешенная стоимость капитала на экономическую добавленную стоимость (X12)	1,081E–12*** (2,217E–13)
Средневзвешенная цена по объему (X14)	4,706E–05*** (1,301E–05)
Константа	0,7792***

Примечание: в скобках указано значение стандартной ошибки; *, **, *** — значимость при 10%-м, 5%-м и 1%-м уровнях соответственно; $R^2 = 0,2923$.

коэффициентом Тобина, что может объясняться высокой долей негативной информации, раскрываемой российскими компаниями в рамках годовых отчетов. В полученной модели все факторы оказались высоко статистически значимыми, что в совокупности подтверждает ее адекватность и широкие возможности применения. Рассматриваемый индекс впоследствии был дополнен новыми факторами, выделенными в рамках исследования.

Результаты построения панельной регрессии по отдельным факторам и по совокупному индексу подтвердили обоснованность гипотезы 1 о наличии влияния полноты раскрытия компанией нефинансовой информации о качестве корпоративного управления, экономической результативности, экологической ответственности и политике в области управления персоналом на инвестиционную привлекательность компании на финансовом рынке в соответствии со стандартами GRI.

На втором этапе исследования была построена панельная регрессия, которая включила в себя дополнительные факторы, выявленные как значимые с точки зрения раскрытия информации (X5–X7). Результаты построения регрессии представлены в табл. 5.

Индекс раскрытия информации о социальной ответственности оказался незначимым в рамках моделирования инвестиционной привлекательности российских компаний, в связи с чем был исключен из модели. Индексы раскрытия информации о благотворительной и спонсорской деятельности и инновационном и научно-техническом развитии продемонстрировали высокую значимость, однако последний оказывает отрицательное влияние. Можно предположить, что негативная информация, публикуемая по вопросу инновационного и научно-технического развития (например, низкий уровень расходов на НИОКР или высокая степень износа оборудования), снижает инвестиционную привлекательность компании.

Таблица 6

**Результаты построения панельной регрессии:
влияние индекса раскрытия нефинансовой информации по факторам X1–X7
на инвестиционную привлекательность компании**

Переменная	Значение
Индекс раскрытия нефинансовой информации по факторам X1–X7 (<i>i1</i>)	–2,120E–04***(5,384E–05)
Рентабельность активов (X9)	1,093E–02***(3,136E–03)
Рентабельность собственного капитала (X10)	2,087E–03*(8,486E–04)
Средневзвешенная стоимость капитала (X11)	4,715E–02***(7,237E–03)
Средневзвешенная стоимость капитала на экономическую добавленную стоимость (X12)	1,112E–12***(2,267E–13)
Средневзвешенная цена по объему (X14)	5,649E–05***(1,345E–05)
Константа	0,7587E***

Примечание: в скобках указано значение стандартной ошибки; *, **, *** — значимость при 10%-м, 5%-м и 1%-м уровнях соответственно; $R^2 = 0,2408$.

Таким образом, гипотеза 2 о зависимости инвестиционной привлекательности от раскрытия нефинансовой информации о благотворительной и спонсорской деятельности, социальной ответственности, инновационности и научно-техническом развитии компании была также подтверждена.

Исследование получило дальнейшее развитие в построении новой модели на основе индекса раскрытия нефинансовой информации, включившего в себя основные факторы, регламентированные GRI, и дополнительные факторы (X1–X7). Результаты построения регрессии приведены в табл. 6.

Финальная модель инвестиционной привлекательности компании продемонстрировала более высокий уровень значимости и достоверности по сравнению с предыдущими моделями, что свидетельствует об обоснованности выделения дополнительных факторов в рамках настоящего исследования. При этом общие тенденции (характер взаимосвязей) и степень значимости финан-

совых факторов остались на прежнем уровне, что определяет представленную модель как адекватную и достоверную.

Следовательно, раскрытие нефинансовой информации российскими компаниями оказывает воздействие на формирование их инвестиционной привлекательности. При оценке инвестиционной привлекательности необходимо учитывать не только традиционно освещаемую информацию, но и дополнительные характеристики компании, связанные с осуществлением благотворительной и спонсорской деятельности, социальной ответственностью, инновационным и научно-техническим развитием.

ДИСКУССИЯ

Информационная прозрачность компаний в современном мире становится существенным фактором, определяющим ее инвести-

ционную привлекательность. Это определяет необходимость установления минимальных требований к раскрытию компаниями нефинансовой информации, а также за действия эффективных механизмов оценки качества подхода к публикации данных. В рамках представленного исследования методология текстового анализа, основанная на применении авторского словаря, использовалась для построения индекса, характеризующего раскрытие нефинансовой информации.

Результаты, полученные при построении панельной регрессии с использованием разрабатываемого индекса, позволили обосновать высокую степень значимости раскрытия нефинансовой информации двух видов — соответствующей темам, регламентированным стандартами GRI, и дополнительно обозначенной авторами. Вывод о высоком уровне значимости раскрытия информации в соответствии со стандартами GRI (факторы X1–X4) совпадает с результатами работ [Chen, Tang, Feldmann, 2015; Кузубов, Евдокимова, 2017]. Однако примененная в настоящем исследовании методология не позволила обосновать значимость раскрытия информации об экологической ответственности вне взаимосвязи с публикацией другой нефинансовой информации. Кроме того, в отличие от предыдущих исследований, для ряда направлений раскрытия информации (экономическая результативность, политика в области управления персоналом) была обнаружена обратная взаимосвязь с инвестиционной привлекательностью компании. Подобное явление может быть объяснено с точки зрения специфики российской экономики и выступать перспективным направлением дальнейшего исследования.

В ходе обоснования выдвинутых гипотез был выявлен отрицательный характер совокупного влияния раскрытия нефинансовой информации на инвестиционную привлекательность компании. Определенная тенденция позволяет предположить, что компании, принявшие решение о раскрытии нефинансовой информации в соответствии со строгими критериями, установленными в стан-

дартах GRI, вынуждены предоставлять некоторую долю негативной информации о своей деятельности (наличии нарушений финансовой дисциплины, экологического и трудового законодательства). Данная информация, в свою очередь, отрицательно воздействует на уровень инвестиционной привлекательности компании.

В то же время необходимо отметить, что раскрытие информации по дополнительно выявленным факторам в совокупности также продемонстрировало отрицательное влияние. Тем не менее модель, представленная в табл. 5, указывает на существование положительного влияния раскрытия информации о благотворительности и социальной ответственности на инвестиционную привлекательность. Выявленная связь объясняется преимущественно положительным содержанием сведений, публикуемых российскими компаниями по указанной тематике. Иначе говоря, уникальными являются ситуации, в которых благотворительная деятельность может освещаться в негативном контексте. Как следствие, если компания раскрывает информацию о благотворительной и социальной ответственности, имеющую, как правило, позитивный характер, то у инвесторов о ней формируется положительный образ.

Учитывая выявленное влияние полноты раскрытия нефинансовой информации на инвестиционную привлекательность компании, топ-менеджменту необходимо осуществлять грамотное формирование стратегии раскрытия информации. Можно предположить, что в условиях наличия повышенного интереса инвесторов к нефинансовой составляющей деятельности компании ее руководству следует принимать решение о раскрытии информации в соответствии со стандартами GRI только в ситуации отсутствия существенных негативных сведений. В противном случае компании стоит выбирать более гибкий способ предоставления информации, который позволит минимизировать объем конкретных сведений, публикуемых для широкой общественности.

Кроме того, с учетом полученных выводов можно предположить, что существенное значение имеет не только полнота раскрытия информации, но и ее эмоциональная окраска, что выступает перспективным направлением дальнейшего изучения рассматриваемой тематики и должно учитываться менеджментом компании в процессе управления.

Основываясь на трудах ряда авторов [Кельчевская, Черненко, Попова, 2017; Hoffmann et al., 2019; Yan, 2017], в работе были выделены дополнительные направления раскрытия нефинансовой информации, такие как благотворительная и спонсорская деятельность, социальная ответственность, инновационность и научно-техническое развитие. Результаты текущего исследования согласуются с идеями, заложенными в работах отечественных и зарубежных ученых, а также эмпирически обосновывают необходимость раскрытия информации по данным направлениям. Тематика социальной ответственности компании по аналогии с экологической ответственностью не показала высокой значимости вне взаимосвязи с другими направлениями публикации данных. Указанный вывод согласуется с результатами работы [Knight, Ellson, 2017], авторы которой рассматривают социальную ответственность в общем контексте раскрытия информации о корпоративном управлении.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В ходе проведенного исследования эмпирически обосновано влияние полноты раскрытия информации о качестве корпоративного управления, экономической результативности и политике в области управления пер-

соналом в соответствии со стандартами GRI на инвестиционную привлекательность компании на финансовом рынке (измеряемую коэффициентом Тобина). Гипотеза о существовании связи между раскрытием информации об экологической ответственности и инвестиционной привлекательностью не подтвердилась.

Одновременно было обосновано влияние на инвестиционную привлекательность полноты раскрытия информации по дополнительным факторам, не регламентируемым в рамках стандартов GRI, таким как благотворительная и спонсорская деятельность и инновационное и научно-техническое развитие.

Установленный в ходе исследования отрицательный характер влияния полноты раскрытия нефинансовой информации на инвестиционную привлекательность позволил выдвинуть рекомендацию о необходимости формирования грамотной стратегии раскрытия информации, учитывающей ее контекст. В процессе анализа сделан вывод о том, что не всегда публикация отчетности в соответствии со стандартами GRI является необходимой, а в некоторых ситуациях она может даже навредить положению компании. При этом особое внимание рекомендуется уделять раскрытию информации о благотворительности и социальной ответственности, которая в большей степени оказывает положительное влияние на мнение инвесторов относительно компании.

Разработанные в рамках исследования авторский словарь и индексы раскрытия нефинансовой информации по тематическим направлениям имеют не только теоретическую, но и практическую значимость, а также могут быть использованы для дальнейших исследований в данной области.

ЛИТЕРАТУРА НА РУССКОМ ЯЗЫКЕ

Алексеев М. А., Савельева М. Ю., Дудин С. А. 2018. Критический анализ развития методов

оценки качества финансовой отчетности. *Вестник НГУЭУ* 3: 144–161.

- Брегвадзе Д. Т., Соколянский В. В., Князева Е. В. 2016. Коэффициент Тобина как показатель инвестиционной привлекательности предприятий космической отрасли. *Креативная экономика* 10 (6): 543–552.
- Загороднова Л. В., Новиков Н. И. 2014. Коэффициент q-Тобина показатель инвестиционного потенциала предприятий черной металлургии. *Вестник Кемеровского государственного университета* 2: 236–240.
- Кельчевская Н. Р., Черненко И. М., Попова Е. В. 2017. Влияние корпоративной социальной ответственности на инвестиционную привлекательность российских компаний. *Экономика региона* 13 (1): 157–169.
- Кузубов С. А., Евдокимова М. С. 2017. Повышает ли стоимость компании публикация нефинансовых отчетов по стандартам GRI (на примере стран БРИКС)? *Учет. Анализ. Аудит* 2: 28–36.

REFERENCES IN LATIN ALPHABET

- Algia H., Abdelfatteh B. 2018. The conditional relationship between oil price risk and return stock market: A comparative study of advanced and emerging countries. *Journal of the Knowledge Economy* 9 (4): 1321–1347.
- Al-Tamimi H. A., Alwan A. A., Abdel Rahman A. A. 2011. Factors affecting stock prices in the UAE financial markets. *Journal of Transnational Management* 16 (1): 3–19.
- Belo F., Lin X., Vitorino M. A. 2014. Brand capital and firm value. *Review of Economic Dynamics* 17 (1): 150–169.
- Boshkovska D., Djambaska E., Petrovski V., Georgieva Svrтинov V. 2016. Market capitalization and factors of its determination — the case of republic of Macedonia. *Annals of the University of Petroşani. Economics* 16: 41–52.
- Cai B. M., Cai C. X., Keasey K. 2007. Influence of cultural factors on price clustering and price resistance in China's stock markets. *Accounting & Finance* 47 (4): 623–641.
- Chen L., Tang O., Feldmann A. 2015. Applying GRI reports for the investigation of environmental management practices and company performance in Sweden, China and India. *Journal of Cleaner Production* 98: 36–46.
- Choi J.-H., Choi S., Myers L. A., Ziebart D. A. 2019. Financial statement comparability and the informativeness of stock prices about future earnings. *Contemporary Accounting Research* 36 (1): 389–417.
- Coram P. J., Mock T. J., Monroe G. S. 2011. Financial analysts' evaluation of enhanced disclosure of non-financial performance indicators. *The British Accounting Review* 43 (2): 87–101.
- Garcia-Madariaga J., Rodríguez-Rivera F. 2017. Corporate social responsibility, customer satisfaction, corporate reputation, and firms' market value: Evidence from the automobile industry. *Spanish Journal of Marketing-ESIC* 21 (1): 39–53.
- Hoffmann A. O. I., Kleimeier S., Mimiroglu N., Pennings J. M. E. 2019. The American Inventors Protection Act: A natural experiment on innovation disclosure and the cost of debt. *International Review of Finance* 19 (3): 641–651.
- Knight H. H., Ellson T. 2017. Value drivers of Corporate Social Responsibility: The role of explicit value and back value. *Social Business* 7 (1): 27–47.
- Lu H.-Y. 2010. Does disclosure of non-financial statement information reduce firms' propensity to under-invest? *AAA 2010 Financial Accounting and Reporting Section (FARS) Paper*: 1–44.
- Mangala D., Anita. 2016. Company specific fundamentals and stock prices: An empirical evidence from Indian stock market. *Wealth: International Journal of Money, Banking & Finance* 5 (1): 36–43.
- McKenny A. F. et al. 2018. What doesn't get measured does exist: Improving the accu-

- racy of computer-aided text analysis. *Journal of Management*. 44 (7): 2909–2933.
- Moss T. W. et al. 2018. Funding the story of hybrid ventures: Crowdfunder lending preferences and linguistic hybridity. *Journal of Business Venturing* 33 (5): 643–659.
- Pencle N., Malaescu I. 2016. What's in the words? Development and validation of a multidimensional dictionary for CSR and application using prospectuses. *Journal of Emerging Technologies in Accounting* 13 (2): 109–127.
- Rahmani J., Ramoushjan K., Arshadikhamsheh A., Hatamimanesh T. 2015. Evaluation and Prioritizing financial factors affecting price index in the stock market using fuzzy TODIM method. *International Journal of Scientific Management and Development* 3 (6): 414–423.
- Wen F., Xiao J., Xia X., Chen B., Xiao Z., Li J. 2019. Oil prices and Chinese stock market: Nonlinear causality and volatility persistence. *Emerging Markets Finance and Trade* 55 (6): 1247–1263.
- Yan X. 2017. Corporate governance and intellectual capital disclosures in CEOs' statements. *Nankai Business Review International* 8 (1): 2–21.
- Translation of references in Russian into English**
- Alekseev M. A., Savelieva M. Yu., Dudin S. A. 2018. A critical analysis of the development of methods for assessing the quality of financial statements. *Vestnik NSUEM* 3: 144–161. (In Russian)
- Bregvadze D. T., Sokolyanskiy V. V., Knyazeva E. V. 2016. Tobin coefficient as an indicator of investment attractiveness of space industry enterprises. *Kreativnaya Ekonomika* 10 (6): 543–552. (In Russian)
- Zagorodnova L. V., Novikov N. I. 2014. The q-Tobin coefficient is an indicator of the investment potential of iron and steel enterprises. *Vestnik Kemerovskogo Gosudarstvennogo Universiteta* 2: 236–240. (In Russian)
- Kelchevskaya N. R., Chernenko I. M., Popova E. V. 2017. The impact of corporate social responsibility on the investment attractiveness of Russian companies. *Ekonomika Regiona* 13 (1): 157–169. (In Russian)
- Kuzubov S. A., Evdokimova M. S. 2017. Does publication of financial reports according to GRI standards increase company value (example of the BRICS countries)? *Uchet. Analiz. Audit* 2: 28–36. (In Russian)

*Статья поступила в редакцию
23 декабря 2019 г.
Принята к публикации
30 марта 2020 г.*

Completeness of non-financial disclosure by Russian companies: The influence on investment attractiveness

E. A. Fedorova

Department of Corporate Finance and Corporate Governance, Financial University under Government of Russian Federation

L. E. Khrustova

Department of Corporate Finance and Corporate Governance, Financial University under Government of Russian Federation, Russia; Faculty of Economic Sciences, National Research University Higher School of Economics, Russia

I. S. Demin

Department of Data Analysis, Decision-Making and Financial Technology, Financial University under Government of Russian Federation, Russia

In the context of the development of the digital economy, the role of a company's information transparency has become increasingly important. Alongside purely financial information, investors are more likely to also take into account the disclosure of non-financial information in the annual accounts. The purpose of this study is to empirically examine the relationship between the quality of non-financial information disclosure by Russian companies and their investment attractiveness. To achieve this goal, we used the modern methodology of text analysis by creating a unique dictionary and index which characterize the quality of disclosure of non-financial information. The construction of a panel regression allowed us to empirically confirm the link between the quality of non-financial information and different indicators of investment attractiveness of Russian companies.

Keywords: completeness of information disclosure, disclosure of non-financial information, investment attractiveness, Tobin's ratio, text analysis, GRI standards.

JEL: C5, G30, G39, M14.

For citation: Fedorova E. A., Khrustova L. E., Demin I. S. 2020. Completeness of non-financial disclosure by Russian companies: The influence on investment attractiveness. *Russian Management Journal* **18** (1): 51–72.

Initial Submission: December 23, 2019

Final Version Accepted: March 30, 2020