

# НОВЫЕ ИССЛЕДОВАНИЯ

## Выявление влияния информационной прозрачности на затраты на капитал и эффективность деятельности российских публичных компаний

Удальцов В.Е.<sup>1</sup>, Тихонова Н.М.<sup>2</sup>

*Предметом данного исследования является информационная прозрачность и ее влияние на затраты на капитал и эффективность деятельности российских компаний. С одной стороны, инвесторы расценивают высокий уровень раскрытия информации как сигнал о том, что агентская проблема и проблема неблагоприятного отбора, а также соответствующие последствия минимизированы, что благоприятно сказывается на результатах деятельности компании. Однако Россия – развивающаяся страна с высоким уровнем коррупции и неразвитым институтом защиты прав собственности, поэтому прозрачные компании могут быть экспроприированы государством, а разработки позаимствованы конкурентами, что повышает риски компании в глазах инвесторов. Значит, выбранный уровень прозрачности является компромиссом между выгодами от доверия инвесторов и издержками от возможной экспроприации. В работе представлен обзор исследований информационной прозрачности, ее влияния на деятельность компаний в зависимости от внутренних условий и условий среды, а также решена проблема количественного измерения прозрачности, проведен регрессионный анализ влияния прозрачности на затраты на капитал и эффективность деятельности компании на основе панельных данных по 129 крупнейшим российским компаниям за период 2009–2011 гг. Статья содержит результаты проекта «Исследования корпоративных финансовых решений компаний России и других стран с развивающимися рынками капитала в условиях глобальной трансформации рынков капитала и становления экономики инновационного типа» выполненного в рамках программы фундаментальных исследований Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики» в 2013 году.*

JEL: G30

*Ключевые слова:* информационная прозрачность, затраты на капитал, эффективность, измерение прозрачности, коэффициент синхронности, качество корпоративного управления

### Введение

Информационная прозрачность играет существенную роль в процессе развития и роста компании. Своевременное и детальное раскрытие информации способствует смягчению агентской проблемы среди собственников бизнеса и менеджмента, а также эффективному распределению капитала. Так, например, в работе Бидль, Хилари, Верди (Biddle, Hilary, Verdi, 2009) отражен факт перераспределения инвестиций под воздействием высокого уровня раскрытия информации от компаний, располагающих денежными средствами и имеющих низкое значение рычага, к компаниям с высоким рычагом,

<sup>1</sup> Канд. эконом. наук, старший преподаватель кафедры экономики и финансов фирмы, младший научный сотрудник Лаборатории корпоративных финансов НИУ ВШЭ.

<sup>2</sup> Студент магистерской программы «Стратегическое управление финансами фирмы» НИУ ВШЭ.

испытывающим недостаток денежных средств. Также высокий уровень прозрачности усиливает доверие к фирме со стороны инвесторов, что позитивно отражается на стоимости акций и на затратах на капитал. Кроме того, высокий уровень прозрачности для инвесторов может выступать индикатором здоровой корпоративной среды в компании, ведь сокрытие информации обычно трактуется не в пользу последней: «производителям всех товаров, кроме самых низкосортных, выгодно собирать информацию и сообщать ее покупателям... известно, например, что фирмы – активные эмитенты ценных бумаг чаще других выпускают финансовые прогнозы, а значит, тот, кто чаще продает, заинтересован поставлять максимум сведений о своей продукции» (Милгром, 2009).

В соответствии с результатами опроса Барта, Тримбата, Яго (Barth, Trimbath, Yago, 2003) финансовые директора 22 стран из 40 рассмотренных считают проблему низкого уровня прозрачности наиболее важной по сравнению с проблемой коррупции и проблемой отсутствия эффективных принципов учета.

Учитывая важность информационной симметрии между инвесторами и компанией, государство гарантирует минимальный уровень прозрачности: несвоевременное раскрытие информации, предоставление заведомо неполной или ложной информации, уклонение от предоставления информации преследуется по закону как в России (см. статьи 185 и 185.1 УК РФ, а также закон РФ от 26.12.1995 № 208-ФЗ «Об акционерных обществах», закон РФ от 28.12.2002 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг»), так и за рубежом. Так, например, в США осенью 2010 г. Goldman Sachs оштрафовали на 550 тыс. долларов за несвоевременное раскрытие информации о претензиях Комиссии по ценным бумагам и биржам США к сотрудникам компании (Khuzami, Reisner, Lench, 2010).

Однако, несмотря на, казалось бы, очевидные плюсы высокого уровня прозрачности, некоторые компании предпочитают быть более закрытыми. Такое явление наблюдается на рынках с недостаточно развитым институтом защиты прав собственности, где успешно функционирующая компания может стать жертвой экспроприации со стороны государства или конкурентов (Durnev, Errunza, Molchanov, 2009; Durnev, Guriev, 2007).

Таким образом, информационная прозрачность и ее уровень представляют собой не только научный интерес, но также являются насущными, актуальными вопросами для любой компании, желающей функционировать эффективно, без разногласий с регулирующими органами и инвесторами.

Большинство прошлых исследований касается только зарубежных стран, как развитых (например, США), так и развивающихся (например, Бразилия). Ряд исследований, выполненных на данных российского рынка, затрагивает взаимосвязь прозрачности с инвестиционной активностью компании (Удальцов, 2011), ценой акций в докризисный период (Ружанская, 2010), рентабельностью продаж (Ильина, Березинец, Орлова, 2009). Однако не было найдено ни одной работы, посвященной анализу влияния информационной прозрачности на затраты на капитал российских компаний.

В связи с этим, на наш взгляд, возникает необходимость в численном измерении информационной прозрачности российских компаний и в анализе влияния информационной прозрачности на эффективность деятельности российских компаний. Для этого, наряду с разносторонним анализом информационной прозрачности компаний, в данной статье представлен регрессионный анализ на основе составленной выборки по данным 129 российских публичных компаний для 2009–2011 гг.

Исследование содержит проверку гипотез в отношении различных аспектов категории «информационная прозрачность» и методов ее измерения, которые были сформулированы в результате данной работы.

Структура работы построена следующим образом: сначала приведен обзор факторов, оказывающих воздействие на силу влияния информационной прозрачности на различные параметры деятельности компании, затем изложены основные методы измерения прозрачности, используемые в других исследованиях, далее приведены результаты эмпирического исследования панельных данных, а также отраслевая специфика влияния

информационной прозрачности на деятельность российских компаний (с точки зрения риска экспроприации).

### Влияние прозрачности на деятельность компаний

«Недостаточная или неточная информация препятствует нормальному функционированию рынков, повышает стоимость капитала и ведет к неэффективному распределению ресурсов», – такой тезис написан в Принципах корпоративного управления ОЭСР. Действительно, высокий уровень прозрачности, как правило, оказывает позитивное влияние на показатели эффективности деятельности компании как на развитых, так и на развивающихся рынках за счет снижения асимметрии информации и роста доверия инвесторов. Прозрачность способствует снижению затрат на капитал (Lopes, Carvalho de Alencar, 2010; Botosan, 1997; Francis, Nanda, Olsson, 2008), увеличению стоимости акций (Patel, Balic, Bwakira, 2002; Ang, Ma, 1999; Ружанская, 2010), более эффективному распределению капитала (Biddle, Hilary, Verdi, 2009), развитию инвестиционной деятельности компании (Удальцов, 2008; Удальцов, 2011).

Однако было установлено, что сила влияния прозрачности на деятельность компаний различна и зависит от многих параметров и условий, таких как, например:

- *Концентрация собственности.* Лопес, Карвальо де Аленсар (Lopes, Carvalho de Alencar, 2010) показали, что на рынке Бразилии в компаниях с высокой концентрацией собственности (наличие владельца пакета не менее 50% акций компании) влияние качества раскрытия информации на затраты на капитал отрицательное, но статистически незначимое. В то время как в компаниях с низкой концентрацией собственности наблюдается значимое отрицательное влияние. В условиях высокой концентрации капитала проблема низкого качества раскрытия информации для внешнего пользователя стоит не так остро, так как ключевую роль здесь играет доступ к инсайдерской информации ограниченного круга инвесторов.
- *Число аналитиков, выпускающих прогнозы относительно развития компании («покрытие» аналитиками).* Ботосан (Botosan, 1997) показала, что на американском рынке в компаниях с низким «покрытием» наблюдается отрицательное статистически значимое влияние прозрачности на затраты на капитал, однако при высоком «покрытии» такое влияние становится незначимым. Лопес, Карвальо де Аленсар (Lopes, Carvalho de Alencar, 2010) пришли к немного отличному выводу для рынка Бразилии: в компаниях с высоким «покрытием» наблюдается статистически значимое отрицательное влияние, но более слабое по сравнению с компаниями с низким «покрытием».
- *Кризисное время.* Ахуньянов (Ахуньянов, 2009), в частности, изучал кризис 2007–2009 гг. и пришел к выводу, что «страны с более высоким качеством государственных институтов и фирмы с более высоким уровнем раскрытия информации показывают меньшее падение фондовых индексов и цен акций», что совпадает с результатами предыдущих исследователей азиатского кризиса 1997–1998 гг. (Mitton, 2002). Однако в предкризисный период влияние прозрачности на цены акций незначимо. А мелкие фирмы с низким уровнем долговой нагрузки в условиях кризиса испытывают большее влияние от повышения уровня прозрачности (Ахуньянов, 2009).
- *Тип раскрываемой информации.* Лопес, Карвальо де Аленсар (Lopes, Carvalho de Alencar, 2010) выявили, что раскрытие информации по блокам<sup>3</sup> «Общая

<sup>3</sup> Примеры вопросов из каждого блока. «Общая информация о компании: Отражаются ли в ежегодном отчете корпоративные цели на будущее?.. Информация об управляющих и сотрудниках: Есть ли количественные данные об инвестициях в обучение и развитие?.. Другая информация: Объясняет ли фирма порядок расчета налогов?.. Прогнозы: Предоставляет ли фирма прогноз инвестиций в исследования и развитие, и другие

информация о компании», «Информация об управляющих и сотрудниках», «Другая информация» оказывает отрицательное влияние на затраты на капитал; статистически незначимое влияние оказывает раскрытие по блокам «Прогнозы» и «Анализ финансовой информации»; а «Нефинансовая информация о рыночных продажах и продуктах» демонстрирует положительное влияние на затраты на капитал. Дхаливал, Ли, Тсанг, Янг (Dhaliwal, Li, Tsang, Yang, 2011) установили, что раскрытие информации о корпоративной социальной ответственности снижает затраты на капитал, способствует согласованности прогнозов аналитиков и привлечению институциональных инвесторов. Кроме того, вероятность раскрытия данного типа информации увеличивается по мере повышения затрат на капитал в прошлых периодах.

- *Защита прав собственности в пределах страны.* Лазарева, Рачинский, Степанов (Lazareva, Rachinsky, Stepanov, 2008) не выявили значимой связи между качеством корпоративного управления, одной из составляющих которого была прозрачность, и потребностью компании во внешнем финансировании на рынке России. Исследователи связывают такой результат со слабой защитой прав собственности на территории России: качественное корпоративное управление может повлечь за собой экспроприацию компании государством или конкурентами вместо снижения затрат на капитал. Действительно, в России существует практика недружественных поглощений: за период с 2004 по октябрь 2007 г. в России было осуществлено около 1260 рейдерских захватов (Касьяненко, 2009). По данным исследования Касьяненко, существенное количество слияний и поглощений происходит в нефтегазовой отрасли, что согласуется с выводом Дурнева, Гуриева (Durnev, Guriev, 2007) о том, что компании отраслей, где основную прибыль приносят природные ресурсы, подвержены повышенному риску внешнего вмешательства, так как переход прав собственности из одних рук в другие не влияет на процесс преобразования ресурсов в конечный продукт и процесс извлечения прибыли. Кроме того, борьба с рейдерскими захватами становится все более затруднительной по многим причинам: смена физического захвата юридическим, связанная с этим сложность доказательства факта захвата, коррумпированные суды и т.д. Владимир Овчинский, член экспертного совета комиссии Госдумы по противодействию коррупции, утверждает, что пока существует криминальная связь «суды-рейдеры», бороться с рейдерством бесполезно (Гридасов, Евстифеев, 2012).

Также стоит отметить, что в случае, когда компания по тем или иным причинам принимает решение поддерживать низкий уровень прозрачности, последствия могут быть смягчены за счет изменения политики дивидендных выплат: более высокие дивидендные выплаты могут вернуть доверие инвесторов, примирив их с дополнительным риском, связанным с возросшей неопределенностью. В этом случае, к примеру, дисконт к стоимости акции за такую неопределенность снижается (Ang, Ma, 1999).

### Методы измерения уровня прозрачности компании

Основная проблема исследований, касающихся темы прозрачности, состоит в количественном измерении уровня прозрачности, поэтому рассмотрим данный вопрос подробнее. На основании анализа имеющихся зарубежных и отечественных исследований можно выделить три способа ее количественного измерения:

- использование какого-либо параметра деятельности компании,
- конструирование индекса прозрачности,

---

нематериальные активы?.. Анализ финансовой информации: Предоставляет ли фирма сведения о себестоимости реализованных товаров и услуг?.. Нефинансовая информация о рыночных продажах и продуктах: Есть ли информация о новых товарах или услугах, которые будут выпущены?..»

- использование уже имеющегося индекса прозрачности.
- В качестве *параметра деятельности* компании могут выступать:
- наличие ADR (Mitton, 2002),
  - тот факт, что аудитор компании состоит в Большой четверке: PriceWaterhouseCoopers, Ernst&Young, KPMG, Deloitte (Mitton, 2002),
  - количество публичных конференций (Brown, Hillegeist, Lo, 2004),
  - данные, что компания ведет отчетность в соответствии с МСФО или ГААП,
  - наличие официального сайта в сети Интернет, на котором раскрывается информация о компании.

При использовании перечисленных выше прокси-переменных возникают две трудности: во-первых, не все данные доступны (например, затруднителен сбор данных о проведенных конференциях); во-вторых, переменные не всегда отражают реальный уровень прозрачности: компания может проводить небольшое количество публичных конференций, но иметь высокое качество раскрытия информации в отчетности. Также возникают проблемы с построением дамми-переменных для прошлых периодов, что значительно сужает выборку. Например, невозможно выяснить, насколько подробно раскрывалась информация на официальной странице компании в сети Интернет год назад. Однако такие прокси-переменные могут быть использованы для проверки устойчивости результатов, полученных в ходе тестирования индексов прозрачности, составленных иными способами (Francis, Nanda, Olsson, 2008).

Следующий способ измерения уровня прозрачности – *конструирование индекса прозрачности*.

Метод конструирования индекса по аналогии с уже существующими индексами прозрачности рейтинговых агентств (Lopes, Carvalho de Alencar, 2010; Botosan, 1997; Petersen, Plenborg, 2006; Ильина, Березинец, Орлова, 2009; Francis, Nanda, Olsson, 2008) заключается в составлении взвешенного индекса на основе перечня вопросов с бинарными ответами (да/нет). Вопросы касаются раскрытия информации относительно основной деятельности компании: прогнозы, стратегия, производство, человеческий капитал, финансовый анализ и др. Недостаток метода состоит в том, что в процессе отбора вопросов для конструирования такого индекса прозрачности исследователь должен учитывать, что определенные сведения о компании могут существенно повлиять на инвестиционные решения, в то время как другие – нет (Petersen, Plenborg, 2006).

Составление списка вопросов для построения индекса неминуемо несет в себе субъективное мнение автора данного индекса.

Следующий метод конструирования индекса прозрачности основан на концепции о специфической информации, заключенной в цене акции. Морк, Йюнг, Ю (Morck, Yeung, Yu, 2000) показали, что в развивающихся странах цены акций движутся синхронно с рынком, в отличие от развитых стран. В таком случае предполагается, что синхронность выступает мерой качества информационной среды компании: цены акций более прозрачных компаний движутся вразрез с рынком, так как они включают в себя специфическую информацию. Тогда показателем прозрачности будет выступать обратный коэффициент детерминации в регрессии недельной доходности акции на доходность рынка. Высокое значение коэффициента детерминации свидетельствует о том, что существенная часть цены акции может быть объяснена движением рынка (т.е. не специфической информацией), а значит, данная компания характеризуется более низким уровнем прозрачности. Фан, Гиллан, Ю (Fan, Gillan, Yu, 2012) учли синхронность при построении индекса прозрачности для Китая. Дурнев, Еггунза, Молчанов (Durnev, Eggunza, Molchanov, 2009) также использовали этот метод для расчета одного из компонентов составного индекса.

Другой метод основывается на обратной связи между качеством раскрытия информации и ошибками прогнозов аналитиков относительно будущих доходов компании. Высокий уровень прозрачности позволяет аналитикам строить более точные прогнозы,

минимизируя возможные ошибки, дисперсия прогнозов в данном случае может выступать мерой риска. Так, например, в работе Анг, Ма (Ang, Ma, 1999) прокси-переменной уровня прозрачности выступил коэффициент, показывающий информационную ценность медианного значения прогнозов аналитиков относительно будущего дохода в сравнении с наивными ожиданиями<sup>4</sup>. Если значение данного коэффициента не превышало 1, то прогноз аналитиков имел информационную ценность, что свидетельствовало о высоком уровне прозрачности.

Следующий способ количественного измерения уровня прозрачности компании – *использование индексов прозрачности*, составленных аналитическими компаниями, институтами: например, индекс прозрачности S&P (Ахуньянов, 2009; Ружанская, 2010; Patel, Balic, Wwakira, 2002) или аналогичный ему индекс Центра международного финансового анализа и исследований (CIFAR<sup>5</sup>).

Индекс прозрачности S&P публикуется для компаний России, Казахстана, США, Бразилии и др. Он строится на основе 100–110 вопросов с бинарными ответами по следующим категориям: структура собственности, права акционеров, финансовая информация, операционная информация, информация о совете директоров и менеджменте, вознаграждение менеджмента и членов совета директоров. Недостаток использования такого индекса состоит в том, что он составляется для определенных компаний конкретных стран, что сужает выборку и ограничивает исследование.

На основе приведенного обзора предыдущих работ можно выдвинуть две основные гипотезы:

1. Высокая степень информационной прозрачности компании оказывает положительное влияние на результативность деятельности компании и отрицательное на затраты на капитал.
2. Некоторые компании сознательно не стремятся к высокому уровню информационной прозрачности по причине слабо развитых институтов защиты прав собственности и угрозы поглощения компании.

### Эмпирическое исследование: выборка и источники

Первичная несбалансированная выборка состоит из 357 наблюдений по 129 крупнейшим российским компаниям нефинансовых секторов, для которых возможно было посчитать индекс прозрачности на основе данных из базы Bloomberg для 2009–2011 гг.. В выборку вошли 9 нефтегазовых, 47 энергетических, 11 металлургических и 10 машиностроительных компаний. По причине отсутствия данных для некоторых компаний выборка для анализа WACC составила 320, а для ROA – 316 наблюдений.

Для построения индекса прозрачности было решено использовать концепцию специфической информации, заключенной в цене акции, о которой было упомянуто выше. Для каждого наблюдения из выборки строилось регрессионное уравнение недельной доходности акции компании на недельную доходность рынка:

$$(1) \quad r_{i,t} = \alpha_i + \beta_{i,t} * r_{m,t} + \varepsilon_{i,t} ,$$

где:

$r_{i,t}$  – недельные доходности компании,  
 $r_{m,t}$  – недельные доходности индекса ММВБ.

Затем для каждого регрессионного уравнения (т.е. для каждого наблюдения) строился индекс прозрачности, как показатель синхронности:

<sup>4</sup> Отношение разницы (по абсолютному значению) медианного значения прогнозов и полученного дохода к разнице (по абсолютному значению) полученного дохода и дохода прошлого периода.

<sup>5</sup> Нет данных о наличии индекса для российских компаний.

$$(2) \quad TRANSPARENCY = \ln((1-R^2)/R^2),$$

где:

$R^2$  – коэффициент детерминации в регрессии (1). Напомним, что высокое значение индекса *TRANSPARENCY* свидетельствует о высоком уровне прозрачности компании.

### Анализ панельных данных

В качестве параметров деятельности компании, с которыми предполагается проверять связь информационной прозрачности, в работе выступают затраты на капитал (*WACC*) и рентабельность активов (*ROA*):

$$(3) \quad WACC = \alpha + \beta_1 * TRANSPARENCY + \beta_2 * MB + \beta_3 * DEBT + \beta_4 * Y10 + \beta_5 * Y11 + \beta_6 * NEFT + \beta_7 * ENERGO + \beta_8 * METAL + \beta_9 * AUTO + \varepsilon,$$

$$(4) \quad ROA = \alpha + \beta_1 * TRANSPARENCY + \beta_2 * MB + \beta_3 * DEBT + \beta_4 * Y10 + \beta_5 * Y11 + \beta_6 * NEFT + \beta_7 * ENERGO + \beta_8 * METAL + \beta_9 * AUTO + \varepsilon,$$

где:

- *WACC* – ставка затрат на капитал,
- *ROA* – рентабельность активов,
- *TRANSPARENCY* – индекс прозрачности как показатель синхронности,
- *MB* – отношение рыночной стоимости к бухгалтерской,
- *DEBT* – отношение долга к капиталу компании (заемный + собственный),
- *Y10* – дамми-переменная на год (1 – «2010», 0 – иначе),
- *Y11* – дамми-переменная на год (1 – «2011», 0 – иначе),
- *NEFT, ENERGO, METAL, AUTO* – дамми-переменные на отраслевую принадлежность компании (нефтегаз, энергетика, металлургия, машиностроение, соответственно), численность компаний в других отраслях в выборке не очень высокая, поэтому эти отрасли не были включены.

Статистика Вальда для спецификации (3) составила  $F(123, 191) = 4,24$ , а для спецификации (4)  $F(122, 188) = 2,52$ , что свидетельствует о том, что модель с фиксированным эффектом (FE) лучше, чем общая модель (POOL), в обоих случаях.

Статистика Бройша-Пагана для уравнения (3):  $\chi^2(1) = 66,04$ ; а для уравнения (4) –  $\chi^2(1) = 36,09$ , что указывает на то, что модель со случайным эффектом (RE) лучше, чем модель POOL.

Статистика Хаусмана для регрессионного уравнения (3) составила  $\chi^2(4) = 61,57$ , а для (4)  $\chi^2(4) = 4,09$  значит, что для спецификации (4) больше подходит модель со случайным эффектом, и для спецификации (3) подходит модель со случайным эффектом. Однако, «эта модель [RE] является компромиссом между двумя предыдущими [POOL и FE], поскольку она менее ограничительная, чем первая модель [POOL], и позволяет получать более статистически значимые оценки, чем вторая [FE]» (Ратникова, 2006). В связи с этим, для спецификации (3) была выбрана модель со случайным эффектом.

Результаты регрессий представлены в таблице 1.

Таблица 1

Переменные	WACC	ROA
TRANSPARENCY	-0,2396* (0,0866)	0,9924* (0,3510)
MB	0,8597* (0,2023)	3,2741* (0,7944)
DEBT	-0,0013* (0,0003)	-0,0079* (0,0013)
Y10	0,7781* (0,2319)	2,4451** (0,9728)
Y11	-0,9865* (0,2500)	4,1416* (1,0422)
NEFT	1,4510** (0,6585)	5,2630** (2,4426)
ENERGO	0,2127 (0,3924)	-2,8886** (1,4713)
METAL	0,4307 (0,6408)	-0,3490 (2,2855)
AUTO	-1,3457** (0,6490)	-1,9872 (2,4845)
CONST	8,8912* (0,5101)	-0,6716 (2,0134)
Статистика Вальда	149,22	92,83
Количество наблюдений	320	316
Значимость на уровне: * – 1%, ** – 5%, *** – 10%.		

Источник: расчеты авторов

Как видно из таблицы 1, высокий уровень прозрачности демонстрирует статистически значимое отрицательное влияние на затраты на капитал и положительное – на рентабельность активов. Иными словами, качественное раскрытие информации повышает эффективность деятельности компании, что подтверждает первую гипотезу данной работы.

Также был проведен корреляционный анализ влияния информационной прозрачности на спред (SPREAD): рентабельность инвестированного капитала (ROIC, определяемый как отношение чистой прибыли к среднегодовому суммарному инвестированному капиталу) за вычетом средневзвешенных затрат на капитал (WACC). Если данный спред положительный, то экономическая добавленная стоимость, как один из методов оценки экономической прибыли, также имеет положительное значение. Результаты корреляционного анализа, представленные в таблице 2, говорят о том, что в 2010 г. информационная прозрачность оказывала положительное значимое воздействие на спред, однако в 2011 г. положительное влияние стало незначимым (каким оно и являлось в 2009 г.).

Таблица 2

	2011	2010	2009
SPREAD	0,0507	0,2296**	0,1618
Значимость на уровне: * – 1%, ** – 5%, *** – 10%.			

Источник: расчеты авторов.



### Влияние отраслевой принадлежности компании на уровень прозрачности

Как было сказано ранее, по причине слабой защиты прав собственности компании некоторых отраслей могут выбрать более низкий уровень прозрачности. В качестве первого приближения рассмотрим корреляционную таблицу, отражающую связь между уровнем прозрачности и отраслевой принадлежностью компании.

Результаты представлены в таблице 3.

Таблица 3

	2011	2010	2009
NEFT	-0,2543*	-0,1949**	-0,4061*
ENERGO	0,0277	0,0673	0,2062**
METAL	-0,0874	-0,2085**	-0,2955**
AUTO	-0,0062	0,1035	0,2306**

Значимость на уровне: \* – 1%, \*\* – 5%, \*\*\* – 10%.

Источник: расчеты авторов.

Как видно из таблицы 2, нефтегазовая отрасль устойчиво характеризуется более низким уровнем прозрачности, в отличие от остальных отраслей. Это касается и металлургической отрасли в 2010 и 2009 гг., но этот результат неустойчив для 2011 г.

### Выявление межотраслевых различий в силе воздействия информационной прозрачности на эффективность деятельности компании

Итак, выше было установлено, что прозрачность положительно влияет на эффективность деятельности компании и что нефтегазовая отрасль характеризуется неприятием высокого уровня прозрачности. Но влияет ли это неприятие на силу прямой взаимосвязи высокого уровня прозрачности и эффективности деятельности компании? Иными словами, испытывают ли некоторые компании на себе отрицательный эффект от слабой защиты прав собственности с точки зрения упущенных улучшений?

Для ответа на этот вопрос рассмотрим следующие дополненные спецификации регрессионных уравнений (3) и (4):

$$(5) WACC = \alpha + \beta_1 * TRANSPARENCY + \beta_2 * MB + \beta_3 * DEBT + \beta_4 * Y10 + \beta_5 * Y11 + \beta_6 * NEFT + \beta_7 * ENERGO + \beta_8 * METAL + \beta_9 * AUTO + \beta_{10} * TRANSPARENCY * NEFT + \beta_{11} * TRANSPARENCY * ENERGO + \beta_{12} * TRANSPARENCY * METAL + \beta_{13} * TRANSPARENCY * AUTO + \varepsilon,$$

$$(6) ROA = \alpha + \beta_1 * TRANSPARENCY + \beta_2 * MB + \beta_3 * DEBT + \beta_4 * Y10 + \beta_5 * Y11 + \beta_6 * NEFT + \beta_7 * ENERGO + \beta_8 * METAL + \beta_9 * AUTO + \beta_{10} * TRANSPARENCY * NEFT + \beta_{11} * TRANSPARENCY * ENERGO + \beta_{12} * TRANSPARENCY * METAL + \beta_{13} * TRANSPARENCY * AUTO + \varepsilon$$

Наибольший интерес представляет коэффициент  $\beta_9$  при  $TRANSPARENCY * NEFT$ , так как именно нефтегазовая отрасль продемонстрировала неприятие высокого уровня прозрачности.

Таблица 4

	<b>WACC</b>	<b>ROA</b>
TRANSPARENCY	-0,3842* (0,1304)	1,1582** (0,5313)
MB	0,8700* (0,2023)	3,1625* (0,7982)
DEBT	-0,0013* (0,0003)	-0,0078* (0,0013)
Y10	-0,7992* (0,2332)	2,6458* (0,9803)
Y11	-0,9556* (0,2499)	4,2029* (1,0448)
NEFT	1,1058 (0,8114)	8,0760* (3,1070)
ENERGO	-0,3842 (0,5666)	-2,9471 (2,2627)
METAL	0,8278 (0,8689)	1,7075 (3,3319)
AUTO	-2,8342** (1,0812)	-2,1540 (4,3353)
TRANSPARENCY*NEFT	0,1397 (0,4622)	-2,9323 (1,8277)
TRANSPARENCY*ENERGO	0,2444 (0,1679)	-0,0074 (0,6944)
TRANSPARENCY*METAL	-0,5145 (0,4728)	-1,6807 (1,8596)
TRANSPARENCY*AUTO	0,5298*** (0,3028)	0,0006 (1,2168)
CONST	9,2117* (0,5540)	-0,9961 (2,2171)
Статистика Вальда	156,45	95,95
Количество наблюдений	320	316
Значимость на уровне: * – 1%, ** – 5%, *** – 10%.		

Источник: расчеты авторов.

Для нефтяных компаний не было выявлено значимого различия в силе воздействия на эффективность деятельности компаний. Однако машиностроительные компании демонстрируют повышение ставки затрат на капитал при повышении уровня прозрачности, что подтверждает существование упущенных преимуществ в эффективности при повышении уровня прозрачности. Таким образом, вторая гипотеза данной работы подтверждается лишь частично.

### Заключение

В исследованиях прошлых лет в целом отмечается положительный эффект высокого уровня раскрытия информации на деятельность компаний вследствие снижения асимметрии информации. Компании, обладающие высоким уровнем прозрачности, эффективнее распределяют капитал на реализацию инвестиционных проектов, характеризуются наиболее низким уровнем затрат на капитал и имеют более высокую рыночную капитализацию по сравнению с менее прозрачными компаниями. Однако следует заметить, что положительное влияние высокого уровня раскрытия информации снижается в условиях незащищенности

компаний от возможной экспроприации собственности со стороны государства или конкурентов. В связи с этим необходимо учитывать макроэкономическую специфику, а именно аспекты государственного устройства в области законодательной базы, регулирующих и исполнительных органов при межстрановом исследовании.

В данной статье предложен один из возможных вариантов численного измерения уровня прозрачности компаний. Уровень раскрытия информации измеряется в данном случае показателем синхронности динамик доходностей акции и рынка. В исследовании осуществлена попытка определения влияния прозрачности на деятельность компаний путем проведения регрессионного анализа панельных данных. Таким образом, была оценена связь между уровнем раскрытия информации и параметрами деятельности компании в целом. Первая гипотеза, сформулированная в статье на основе анализа предыдущих исследований, подтвердилась, вторая подтвердилась лишь частично:

- Высокий уровень информационной прозрачности положительно влияет на эффективность деятельности компании.
- Компании некоторых отраслей не могут воспользоваться преимуществами высокого уровня прозрачности в условиях слабо развитых институтов защиты прав собственности и угрозы внешнего вмешательства в деятельность компании.

Дальнейшее развитие темы исследования влияния информационной прозрачности на деятельность компаний видится в расширении выборки путем включения более ранних наблюдений или включения в выборку компаний других развивающихся стран. Кроме того, для дополнительной проверки робастности результатов можно включить в анализ какой-либо параметр деятельности компании в качестве показателя прозрачности, как это обсуждалось в разделе «Методы измерения уровня прозрачности компании».

### Список литературы

1. Ахуньянов И.Х. Уровень прозрачности компаний и финансовый кризис 2007–2009. М.: РЭШ, 2009.
2. Гридасов А., Евстифеев Д. Рейдерских захватов становится все больше // Известия. 2012. 12 апреля: сайт. URL: <http://izvestia.ru/news/521674> (дата обращения 01.10.2012)
3. Ильина Ю.Б., Березинец И.В., Орлова А.В. Индекс раскрытия информации: взаимосвязь с финансовой результативностью // Корпоративные финансы. 2009. № 2, т. 10. С. 28–39.
4. Касьяненко Н.С. Недружественные поглощения (рейдерство) организаций в России // Вестник Челябинского государственного университета. 2009. № 2, т. 140. С. 119–124.
5. Милгром П. О чем вам не расскажет продавец: игры убеждения и раскрытие информации // Вопросы экономики. 2009. № 3. С. 94–108.
6. Принципы корпоративного управления ОЭСР [Электронный ресурс]. URL: <http://www.oecd.org/dataoecd/57/18/32159669.pdf>.
7. Ратникова Т.А. Лекционные и методические материалы // Экономический журнал ВШЭ. 2006. № 2. С. 267–316.
8. Ружанская Л. Раскрытие информации российскими компаниями: результаты эмпирического исследования // Российский журнал менеджмента 2010. № 3, т. 8. С. 35–56.
9. Удальцов В.Е. Влияние нефундаментальных факторов создания стоимости на инвестиционное поведение компаний российского рынка // Аудит и финансовый анализ. 2008. № 2. С. 315–322.
10. Удальцов В.Е. Измерение информационной прозрачности и ее влияние на инвестиционную активность российских публичных компаний // Корпоративные финансы. 2011. № 2, т. 18. С. 5–13.

11. Ang, J.S., Ma, Y. (1999), Transparency in Chinese stocks: A study of earnings forecasts by professional analysts, *Pacific-Basin Finance Journal*, 7 (1999) 129–155.
12. Balic, A., Bwakira, L., Patel, A. (2002). Measuring transparency and disclosure at firm level in emerging markets, *Emerging Markets Review*, 3 (2002) 325–337.
13. Barth, J.R., Trimbath, S., Yago, G. (2003), Before the Enron collapse: what corporate CFO's around the world said about the status of accounting and disclosure practices, *Rev Pac Basin Financ Mark Policies*, 6(4) (2003) 433–440.
14. Biddle, G.S., Hilary, G., Verdi R.S. (2009), How does financial reporting quality relate to investment efficiency? *Journal of Accounting and Economics*, 48 (2009) 112–131.
15. Botosan, C. (1997), Disclosure level and the cost of equity capital. *The accounting review*, (72) (1997) 323–349.
16. Brown, S., Hillegeist, S.A., Lo, K. (2004). Conference calls and information asymmetry, *Journal of Accounting and Economics*, 37 (2004) 343–366.
17. Carvalho de Alencar, R., Lopes, A.B. (2010), Disclosure and cost of equity capital in emerging markets: The Brazilian case, *The International Journal of Accounting*, 45 (2010) 443–464.
18. Corruption Perceptions Index 2010 [Электронный ресурс], URL: <http://www.transparency.org/cpi2010/results>
19. Dhaliwal, D.S., Li, O.S., Tsang, A., Yang, Y.G. (2011), Voluntary Nonfinancial Disclosure and the Cost of Equity Capital: The Initiation of Corporate Social Responsibility Reporting, *The accounting review*, 1(86) (2011) 59–100.
20. Durnev, A., Guriev, S. (2007), The Resource Curse: A Corporate Transparency Channel.
21. Durnev, A., Errunza, V., Molchanov, A. (2009), Property Rights Protection, Corporate Transparency, and Growth, *Journal of International Business Studies*, 40 (2009) 1533–1562.
22. Fan, J., Gillan, S., Yu, X. (2012), Property rights, R&D spillovers, and corporate accounting transparency in China, *Emerging Markets Review* (2012), doi: 10.1016/j.ememar.2012.03.001
23. Francis, J., Nanda, D., Olsson, P. (2008), Voluntary disclosure, earnings quality, and cost of capital, *Journal of Accounting Research*, 46 (1) (2008) 53–99.
24. Khuzami R.S., Reisner L.L., Lench K.R. Goldman Sachs to Pay Record \$550 Million to Settle SEC Charges Related to Subprime Mortgage CDO [Электронный ресурс] // U.S. Securities and Exchange Commission: сайт. URL: <http://www.sec.gov/news/press/2010/2010-123.htm> (дата обращения 01.10.2012).
25. Lazareva, O., Rachinsky, A., Stepanov, S. (2008), Corporate governance, ownership structures and investment in transition economies: the case of Russia, Ukraine and Kyrgyzstan, CEFIR/NES Working Paper Series, working paper 119 (2008).
26. Mitton, T. (2002), A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the East Asian financial crisis, *Journal of Financial Economics*, 64 (2002) 215–241.
27. Morck, R., Yeung, B., Yu, W. (2000), The information content of stock markets: why do emerging markets have synchronous stock price movements? *Journal of Financial Economics*, 58 (2000) 215–260.
28. Petersen, C., Plenborg, T. (2006), Voluntary disclosure and information asymmetry in Denmark, *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 15 (2006) 127–149.