

Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение
высшего образования

Санкт-Петербургский государственный университет
Институт «Высшая школа менеджмента»

**ВЗАИМОСВЯЗЬ ИНДЕКСА РАСКРЫТИЯ ФИНАНСОВОЙ И
НЕФИНАНСОВОЙ ИНФОРМАЦИИ И РЕЗУЛЬТАТИВНОСТИ
ДЕЯТЕЛЬНОСТИ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ**

Выпускная квалификационная работа
студентки 4 курса программы бакалавриата
по направлению 38.03.02 «Менеджмент»
гр. «Финансовый менеджмент»

КОНДАКОВОЙ Кристины Михайловны

(подпись)

Научный руководитель:
к. э. н, доцент кафедры финансов и учета

НИКУЛИН Егор Дмитриевич

(подпись)

Санкт-Петербург
2019

ЗАЯВЛЕНИЕ О САМОСТОЯТЕЛЬНОМ ВЫПОЛНЕНИИ ВЫПУСКНОЙ КВАЛИФИКАЦИОННОЙ РАБОТЫ

Я, Кондакова Кристина Михайловна, студентка 4 курса, осваивающая основную образовательную программу бакалавриата по направлению 38.03.02 «Менеджмент» профиля «Финансовый Менеджмент», заявляю, что в моей выпускной квалификационной работе на тему «Взаимосвязь индекса раскрытия финансовой и нефинансовой информации и результативности деятельности российских компаний», представленной в службу обеспечения программ бакалавриата по направлению менеджмент для публичной защиты, не содержится элементов плагиата.

Все прямые заимствования из печатных и электронных источников, а также из защищенных ранее курсовых и выпускных квалификационных работ, кандидатских и докторских диссертаций имеют соответствующие ссылки.

Мне известно, что согласно п.12.4.13 «Правил обучения на бакалаврской программе ВШМ СПбГУ», «обнаружение в ВКР студента элементов плагиата (контекстуальное или прямое заимствование текста из печатных и электронных оригинальных источников, а также из защищенных ранее выпускных квалификационных работ, кандидатских и докторских диссертаций без соответствующих ссылок) является основанием для выставления ГАК оценки «неудовлетворительно».

_____ (Подпись)

_____ (Дата)

АННОТАЦИЯ

ФИО студента	Кондакова Кристина Михайловна
Тема выпускной квалификационной работы	Взаимосвязь индекса раскрытия финансовой и нефинансовой информации и результативности деятельности российских компаний
Факультет	Высшая школа менеджмента, Санкт-Петербургский государственный университет
Программа	Менеджмент
Год окончания	2020
ФИО научного руководителя	Никулин Егор Дмитриевич
Описание цели, задач и основных результатов	<p>Целью выпускной квалификационной работы является установление взаимосвязи между результативностью деятельности российских публичных компаний и индексом добровольного раскрытия ими финансовой и нефинансовой информации.</p> <p>Для достижения цели ставятся следующие задачи:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Ознакомиться с понятиями обязательного и добровольного раскрытия информации и изучить теории раскрытия информации; • Произвести обзор способов оценивания результативности деятельности компаний и изучить факторы, влияющие на результативность деятельности; • Представить обзор исследований, изучающих взаимосвязь между результативностью деятельности компаний и раскрытием информации; • Проанализировать собранные данные, провести регрессионный анализ и сделать выводы. <p>Основными результатами исследования являются следующие: Между результативностью деятельности компании и ее размером, леввериджем, раскрытием финансовой информации и информации о корпоративном управлении выявлена прямая взаимосвязь. Между результативностью деятельности компании и раскрытием общей информации установлена обратная взаимосвязь, из чего делается вывод, что компаниям стоит фокусироваться на раскрытии финансовой информации и информации о корпоративном управлении, что ценится рынком в большей степени. Тестирование модели на отраслевых подвыборках показало следующее: компаниям отрасли электроэнергетики следует в большей степени раскрывать все категории информации, за исключением общей информации; компании нефтегазовой отрасли могут повышать свою результативность за счет большего раскрытия информации социально-экологического характера; наконец, компаниям из отрасли машиностроения следует в большем объеме раскрывать информацию о планах относительно будущей деятельности.</p>
Ключевые слова	Раскрытие информации, индекс раскрытия информации, результативность деятельности

ABSTRACT

Bachelor Student's Name	Kristina M. Kondakova
Thesis Title	Relationship between index of financial and non-financial information disclosure and performance of Russian companies
Faculty	Graduate School of Management, Saint-Petersburg University
Main field of study	Management
Year	2020
Academic Advisor's Name	Egor D. Nikulin
Description of the goal, tasks, and main results	<p>The goal of the study is to establish relationship between performance of Russian companies and their index of financial and non-financial information disclosure.</p> <p>To achieve the following goal, further objectives were set:</p> <ul style="list-style-type: none"> • To familiarize with terms of obligatory and voluntary disclosure and study disclosure theories; • To review methods of estimating performance and to study factors that influence performance; • To provide an overview of research that study relationship between firm performance and their information disclosure index; • Analyze collected data, carry out regression analysis and make conclusions. <p>Main results of the study are the following: Relationship between performance of Russian companies and their size, leverage and financial and corporate governance information disclosure was found to be positive. Relationship between performance and general information disclosure was found to be negative, which means that companies should focus on voluntary disclosure of financial and corporate governance information as market values it more. Moreover, model testing on industry samples showed that companies operating in electric power industry should disclose all categories of information except for general; companies operating in gas and oil industry may show better performance by disclosing socio-ecological information to a greater extent; finally, companies from machine building industry should focus on disclosing forward-looking information.</p>
Key words	Disclosure of information, voluntary disclosure index, firm performance

Оглавление

Введение	6
ГЛАВА 1. РАСКРЫТИЕ ИНФОРМАЦИИ И РЕЗУЛЬТАТИВНОСТЬ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ КОМПАНИЙ: ТЕОРЕТИЧЕСКИЙ АСПЕКТ	9
1.1 Понятие раскрытия информации	9
1.1.1 Теории раскрытия информации	12
1.1.2 Категории добровольно раскрываемой информации.....	14
1.2 Понятие результативности деятельности компании	17
1.2.1 Эволюция понятия «результативность деятельности компании»	18
1.2.2 Способы измерения результативности деятельности компании	19
1.2.3 Факторы, влияющие на результативность деятельности компании.....	24
1.3 Связь раскрытия информации и результативности компании.....	28
Выводы	33
ГЛАВА 2. ВЗАИМОСВЯЗЬ ИНДЕКСА РАСКРЫТИЯ ИНФОРМАЦИИ И РЕЗУЛЬТАТИВНОСТИ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ КОМПАНИЙ: ЭМПИРИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ	35
2.1 Описание методологии исследования	35
2.1.1 Построение индекса раскрытия информации	36
2.2 Формирование выборки	40
2.3 Анализ индекса раскрытия информации.....	41
2.3.1 Взаимосвязь индекса раскрытия информации и отрасли.....	46
2.3.2 Взаимосвязь индекса раскрытия информации и размера компании	48
2.3.3 Динамика раскрытия информации российскими компаниями	49
2.4 Построение многофакторной регрессионной модели.....	50
2.5 Результаты исследования.....	51
Выводы	57
Заключение.....	60
Список использованной литературы	64
Приложения.....	70

ВВЕДЕНИЕ

Раскрытие информации, являющееся одним из аспектов корпоративного управления, так же, как и само корпоративное управление, в последнее время привлекают внимание исследователей. Дело в том, что данные явления смягчают агентскую проблему за счет снижения асимметрии информации между собственниками и менеджментом компании. За счет раскрытия информации деятельность компании становится более прозрачной и понятной для ее кредиторов, потенциальных инвесторов и государства, что повышает привлекательность компании, снижает ее затраты на привлечение капитала, а значит повышает ее ценность. Следовательно, у компаний существует проблема: какой объем информации следует раскрывать добровольно, чтобы повышать свою привлекательность и результативность, но при этом не нарушать правила конфиденциальности информации и оставаться конкурентоспособной за счет не раскрываемых конкурентных преимуществ.

С другой стороны, результативность деятельности компании является одним из ключевых аспектов оценки компании, так как она косвенно характеризует ценность компании, рентабельность и прибыльность ее деятельности. Следовательно, любой компании важно повышать результативность ее деятельности. На результативность деятельности компании влияет множество факторов, среди которых — показатель раскрытия информации. В связи с этим возникает вопрос: существует ли взаимосвязь между уровнем раскрытия информации компаний и результативностью их деятельности.

Следовательно, в связи с постановкой исследовательского вопроса таким образом цель выпускной квалификационной работы формулируется следующим образом: установить взаимосвязь между результативностью деятельности российских публичных компаний и индексом добровольного раскрытия ими финансовой и нефинансовой информации.

Для достижения цели работы ставятся следующие задачи:

- Ознакомиться с законодательной базой Российской Федерации, регулирующей обязательное раскрытие информации, и изучить теории, объясняющие раскрытие информации;
- Выделить категории добровольно раскрываемой информации;
- Отследить эволюцию понятия результативности деятельности компании;

- Произвести обзор способов оценивания результативности деятельности компании и изучить факторы, влияющие на результативность деятельности компаний;
- Представить обзор существующих исследований, изучающих взаимосвязь между результативностью деятельности компаний и раскрытием информации;
- Провести регрессионный анализ по ранее собранным данным для изучения наличия и направления взаимосвязи между результативностью деятельности российских публичных компаний и индексом раскрытия финансовой и нефинансовой и сделать выводы.

Объект исследования: публичные российские компании.

Предмет исследования: взаимосвязь между результативностью деятельности российских компаний и индексом добровольного раскрытия ими финансовой и нефинансовой информации.

Структура исследования соответствует задачам работы и включает в себя введение, две главы и заключение.

В первой главе проводится анализ литературы: вводится понятие раскрытия информации, изучаются основы законодательства Российской Федерации в отношении обязательного раскрытия информации российскими компаниями, а также обосновывается важность добровольного раскрытия информации. Далее изучаются теории раскрытия информации, а также выделяются категории добровольно раскрываемой информации. Переходя к понятию результативности деятельности компании, прослеживается эволюция понятия с 1950-х годов. Также выявляются способы измерения результативности деятельности компании, из которых выбирается наиболее подходящий для исследования взаимосвязи между результативностью деятельности компании и добровольным раскрытием информации в данной работе. Далее изучаются факторы, которые влияют на результативность деятельности компании. Затем проводится анализ существующих исследований, изучающих взаимосвязь между результативностью деятельности компании и добровольным раскрытием финансовой и нефинансовой информации.

Во второй главе представлены результаты эмпирического исследования. В первом параграфе обосновывается методология исследования, в том числе описывается построение индекса раскрытия информации. Затем приводится описание процесса формирования выборки компаний для проведения исследования и приводится анализ индекса раскрытия информации. Далее описывается модель исследования, приводятся результаты проведения регрессионного анализа, и на их основе делаются выводы.

Для сбора данных в рамках данного исследования были использованы годовые отчеты компаний, размещенные на сайте раскрытия информации «Интерфакс», а также база данных СПАРК.

В результате проведения исследования ожидается установление прямой взаимосвязи между результативностью деятельности компании и индексом добровольного раскрытия информации.

ГЛАВА 1. РАСКРЫТИЕ ИНФОРМАЦИИ И РЕЗУЛЬТАТИВНОСТЬ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ КОМПАНИЙ: ТЕОРЕТИЧЕСКИЙ АСПЕКТ

1.1 Понятие раскрытия информации

Под раскрытием информации подразумевается предоставление сведений о деятельности компании, доступ к которым является свободным для любых заинтересованных в этом лиц, независимо от целей использования данной информации¹. Цель раскрытия информации — донесение информации до заинтересованных лиц с тем, чтобы они могли принимать взвешенные решения об участии в компании или других действиях, которые способны повлиять на финансовое состояние компании [Кривоногова, 2009, с. 35].

Субъекты раскрытия информации делятся на две группы: общества, обязанные раскрывать информацию, и общества, требования о раскрытии информации к которым не являются обязательными. К первой группе относятся публичные акционерные общества, непубличные акционерные общества, осуществляющие эмиссию ценных бумаг, а также непубличные акционерные общества, число акционеров которого превышает 50. Ко второй группе относятся компании других организационно-правовых форм [Давыдкина, 2011, с. 42].

Согласно Главе 69 Положения Банка России «О раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг»², публичные акционерные общества обязаны раскрывать следующую информацию:

- Годовые отчеты;
- Ежеквартальную и годовую бухгалтерскую отчетность;
- Внутренние документы (в том числе устав общества), которые регулируют деятельность органов компании;
- Информацию об аффилированных лицах;
- Сообщения о существенных фактах;
- Решения об эмиссии ценных бумаг и другие дополнительные сведения, указанные в главе.

¹ Федеральный закон от 22.04.1996 № 39-ФЗ (ред. от 27.12.2019) «О рынке ценных бумаг». Статья 30. Раскрытие информации. [Электронный ресурс]. // — Режим доступа: <http://www.consultant.ru/> (дата обращения: 25.09.2019).

² Положение Банка России от 30.12.2014 № 454-П (ред. от 25.05.2018) «О раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг». Глава 69. Общие положения об обязательном раскрытии информации акционерными обществами [Электронный ресурс]. // — Режим доступа: <http://www.consultant.ru/> (дата обращения: 25.09.2019).

Указанную выше информацию компании обязаны раскрывать с определенной регулярностью (за исключением информации, не доступной к регулярной публикации, например, решения о дополнительной эмиссии) и в определенные, установленные законодательством, сроки³. Например, годовой отчет должен быть опубликован не позднее двух дней с даты проведения общего собрания акционеров, на котором подписывается протокол об утверждении отчета.

Публикация упомянутых ранее документов осуществляется через такие возможные каналы, как сеть Интернет, печатные СМИ, Лента новостей (к которой относятся информационные агентства, публикующие информацию о компаниях, например, «Интерфакс») и другие каналы [Давыдкина, 2009, с. 43].

В целом, согласно Распоряжению ФКЦБ от 04.04.2002 № 421/р «О рекомендации к применению Кодекса корпоративного поведения», основными принципами раскрытия информации можно назвать⁴:

- Доступность и регулярность раскрытия информации;
- Своевременность раскрытия информации;
- Полнота и достоверность раскрываемых сведений;
- Поддержание баланса между конфиденциальностью и открытостью общества;
- Сбалансированность (публикация не только положительной информации о компании, но также и негативной).

Раскрываемая информация также должна быть нейтральной, то есть у общества не должно быть цели удовлетворить интересы какой-либо определенной группы стейкхолдеров посредством раскрытия информации.

Помимо обязательного раскрытия информации существует добровольное раскрытие информации, которое освещает многие другие аспекты деятельности компании, такие как ее социально-экологическая политика, кадровая политика, информация о прогнозах относительно будущей деятельности, анализ полученных финансовых результатов и т.д. Степень раскрытия такого рода информации определяется каждой компанией самостоятельно, в связи с чем и возникает интерес изучения степени добровольного раскрытия информации российскими компаниями, а также взаимосвязи результативности деятельности компании и ее добровольного раскрытия информации.

³ Календарь раскрытия информации (документов) на 2019 год (эмитентами) [Электронный ресурс]. // Московская биржа. — Режим доступа: <https://fs.moex.com/files/16151> (дата обращения: 25.09.2019).

⁴ Распоряжение ФКЦБ РФ от 04.04.2002 № 421/р «О рекомендации к применению Кодекса корпоративного поведения». Глава 7. Раскрытие информации об обществе [Электронный ресурс]. // — Режим доступа: <http://www.consultant.ru/> (дата обращения: 25.09.2019).

Важность раскрытия информации объясняется одним исследователем тем, что отсутствие полноты раскрываемой информации привело к кризису 2008 года, так как инвестиционные банки не имели достаточно информации для принятия взвешенных решений. В связи с этим, тема раскрытия информации стала одним из ключевых направлений развития финансового регулирования после кризиса [Баймухамедова, 2015, с. 8].

В реалиях рыночной экономики информация о состоянии компании является необходимым условием ее нормального функционирования. Инвесторы принимают решения на основе анализа имеющейся информации о компании, обращая внимание на ее полноту и качество.

Стоит отметить, что в современном мире инвесторы заинтересованы не только в информации о финансовом положении компании, но и в других аспектах ее деятельности: социальном, экологическом, аспекте корпоративного управления и других, что раскрывается компаниями на добровольной основе. Это вызвано тем, что после мирового кризиса 2008 года доверие инвесторов к корпоративной отчетности снизилось, а традиционная парадигма публикации финансовой отчетности не стала отвечать растущим требованиям стейкхолдеров относительно информационной прозрачности компаний [Vasilieva, 2017, p. 353]. Таким образом, новая парадигма публикации корпоративной отчетности, включающей в себя также и отчеты об устойчивом развитии, стала шагом вперед в развитии степени раскрытия информации компаний. Отчеты об устойчивом развитии (sustainability reports) чаще всего включают в себя информацию об экономическом, социальном и экологическом влиянии, которое оказывает компания на окружающий мир своей ежедневной деятельностью⁵.

Фрид проанализировал около 2 200 исследовательских работ на тему взаимосвязи ответственного инвестирования компаний и результативности их деятельности. Под ответственным инвестированием понимается принятие во внимание таких факторов, как ESG факторов, то есть факторов окружающей среды, социальных факторов и факторов корпоративного управления. Результаты исследования показали, что 90% работ устанавливают наличие неотрицательной взаимосвязи [Friede, 2015, p. 228]. Это означает, что раскрытие нефинансовой информации (то есть о ESG факторах) воспринимается инвесторами как дополнительная ценность.

⁵ Sustainability Reporting [Электронный ресурс]. // Global Reporting Initiative. — Режим доступа: <https://www.globalreporting.org/information/sustainability-reporting/Pages/default.aspx> (дата обращения: 29.09.2019).

Менеджмент крупных торгуемых компаний также признает важность раскрытия нефинансовой информации. Так, [Arvidsson, 2011] был проведен опрос менеджмента 27 компаний, акции которых входят в индекс OMX Stockholm 30, то есть являются наиболее торгуемыми на Стокгольмской бирже. Менеджеры отмечают важность раскрытия нефинансовой информации о нематериальных активах, корпоративной социальной ответственности и нефинансовых KPI в связи со спросом на такого рода информацию со стороны инвесторов. Кроме того, другим важным обоснованием необходимости раскрытия информации касательно, например, нематериальных активов является возможность преодолеть недостаточность информации в финансовой отчетности для обоснования ценности нематериальных активов и их роли в цепочке формирования ценности. Таким образом, менеджмент компании имеет возможность донести до заинтересованных лиц обоснованность инвестирования средств в нематериальных активы, что невозможно сделать в рамках раскрытия стандартной финансовой отчетности.

Таким образом, становится очевидным тот факт, что в настоящее время добровольное раскрытие информации не менее важно для инвесторов, чем обязательно раскрытие информации, в связи с чем и изучается добровольное раскрытие информации российскими компаниями, а также ее взаимосвязь с результативностью деятельности компаний.

1.1.1 Теории раскрытия информации

В целом на раскрытие информации можно посмотреть со стороны нескольких теорий, а именно со стороны агентской и сигнальной теорий, а также теории легитимности и теории стейкхолдеров [Mutiva, 2015, p. 176].

Согласно [Jensen, 1976], агентская теория объясняет взаимоотношения между принципалом и агентом, которые закреплены в договоре: он устанавливает, что одна сторона, а именно принципал, делегирует часть прав другой стороне, агенту, которые предполагают наличие власти на принятие решений от имени принципала. В случае с компанией, в роли принципала выступает собственник компании, то есть акционер, а в роли агента — высший менеджмент. Потенциальная агентская проблема возникает в том случае, когда менеджеры, имеющие доступ к большему объему информации о компании и обладающие ценной информацией, не делятся ею с акционерами, что приводит к информационной асимметрии между принципалами и агентами. Акционерам становится сложнее справедливо оценивать действия менеджмента ввиду отсутствия полного представления положения дел в компании. Таким образом, менеджеры имеют информационное преимущество над акционерами, что, в свою очередь, приводит к

агентским издержкам. Существует несколько способов снижения агентской проблемы, которые выравнивают различие в интересах агентов и принципалов. Одним из способов как снижения агентских издержек, так и в целом агентской проблемы является добровольное раскрытие информации. Оно снижает информационную асимметрию между менеджментом и акционерами, а также дает возможность менеджменту дать достоверные сигналы рынку для оптимизации ценности компании. Данный способ особенно эффективен, когда ценная информация, которой обладают менеджеры, сообщается заинтересованным сторонам таким образом, что это приводит к увеличению ценности компании [Barako, 2007, p. 120].

Сигнальная теория утверждает, что сигнал — это действие, которое используется для того, чтобы передать какую-либо информацию или инструкции между сторонами, имеющими разный доступ к информации. Согласно сигнальной модели, если инвесторы считают, что две компании показывают одинаковую высокую результативность деятельности, то та компания, которая на самом деле более результативна, даст «сигналы» инвесторам, чтобы привлечь их внимание, заработать положительную репутацию и выделиться среди конкурентов [Ross, 1977]. Этим «сигналом» может выступить добровольное раскрытие информации, которая не доступна инвесторам и которая положительно скажется на репутации компании и ее общем восприятии стейкхолдерами. Увеличение в раскрытии информации на добровольной основе может приводить к увеличению лояльности со стороны стейкхолдеров, что, в свою очередь, приводит к повышению цены акций и стоимости компании. И наоборот, отсутствие таковых «сигналов», то есть какого-либо добровольного раскрытия информации, может говорить о меньшей результативности компании.

Теория легитимности утверждает, что существование компании не может быть отделено от существования общества в целом, в связи с чем компании необходимо удовлетворять интересы не только своих акционеров, но и всех заинтересованных сторон, в том числе, общества в целом. Кроме того, общество ожидает, что система ценностей компаний соответствует общей системе ценности общества, в связи с чем от компаний ожидается социально доброжелательное поведение: снижение уровня загрязнения, переработка отходов, социальная помощь местным сообществам и другие действия социальной и экологической направленности. Таким образом, компания может продолжать свою деятельность до тех пор, пока она соблюдает общие социальные нормы. В противном случае, общество имеет возможность негативно повлиять на деятельность компании — сократить ее масштабы или вовсе прекратить деятельность компании (протестами и т.д.) [Deegan, 2002, p. 301]. Следовательно, компании заинтересованы в

предоставлении заинтересованным сторонам такой информации, которая отражала бы ее социально ориентированную деятельность. Одним из инструментов такого вида коммуникации является добровольное раскрытие информации, посредством которого компания может сама определить степень удовлетворения запросов общества. Кроме того, [O'Donovan, 1999, p. 71] установил, что менеджеры компании верят, что в течение года медиа посредством публикаций могут влиять на мнение общества относительно компании, в то время как публикация годовой отчетности может служить отличным средством возвращения доверия стейкхолдеров путем отражения в ней социальных аспектов деятельности компании.

Теория стейкхолдеров смотрит на то, каким образом менеджеры создают ценность для заинтересованных сторон и как несут за это ответственность. Считается, что какой бы ни была конечная цель компании, компания должна удовлетворять интересы различных заинтересованных сторон. Согласно [Gray, 1987], стейкхолдеры имеют значительный контроль над ресурсами организации, поэтому им необходима информация от менеджеров, которая помогла бы им принимать взвешенные решения. Таким образом, добровольное раскрытие информации может предоставить такую информацию стейкхолдерам. Кроме того, главной целью компаний считается максимизация ценности акционеров. Этого можно достичь путем осуществления эффективной деятельности всей организации. Менеджеры понимают, что при отсутствии такой эффективности, они могут потерять поддержку и инвестиции стейкхолдеров. Следовательно, менеджеры добровольно раскрывают информацию заинтересованным сторонам, чтобы те, в свою очередь, инвестировали в компанию и могли принимать более обдуманные решения в финансовом плане и в плане социальной ответственности.

1.1.2 Категории добровольно раскрываемой информации

В исследованиях строятся различные индексы раскрытия информации, которые включают в себя разные категории раскрытия информации, которые, в свою очередь, содержат разное количество и разные показатели.

Так, [Mutiva, 2015, p. 184] выделяют 4 укрупненные категории добровольно раскрываемой информации: общая и стратегическая информация о компании (12 показателей), финансовая информация (10 показателей), информация социально-экологического характера и информация о корпоративном управлении (16 показателей), а также информация о прогнозах будущей деятельности компании (forward-looking disclosure — 11 показателей), составляя таким образом индекс из 49 показателей. Подробная структура индекса приведена в Приложении 1.

К *общей информации* о компании относится краткая история компании, ее видение и миссия, описание основных продуктов и (или) услуг. К *стратегической информации* о компании относится информация о текущих бизнес-стратегиях, ожидаемых результатах этих стратегий и конкурентных преимуществах компании. Сюда же относится информация о конкуренции на рынке.

Ко второй категории добровольно раскрываемой информации относится *финансовая информация*. Данная информация составляется на основе форм отчетности компании, и к ней относятся такие показатели, как коэффициенты ликвидности, долговой нагрузки, рентабельности активов, динамика курса акций и т.д. Кроме того, сюда относится наличие финансовой отчетности за предыдущие периоды, что дает возможность заинтересованным сторонам наблюдать динамику функционирования компании.

Важным моментом является вопрос обязательств компании, так как стейкхолдерам необходимо понимать, насколько стабильна компания и насколько вероятен риск ее дефолта, в связи с чем важными показателями являются показатели, отражающие финансовое положение фирмы (как уже были названы ранее, коэффициенты ликвидности, долговой нагрузки и т.д.).

К третьей категории относится *информация социально-экологического характера и информация о корпоративном управлении компании*, то есть информация о корпоративной социальной ответственности компании, ее совете директоров, а также информация о сотрудниках компании: их численность, текучесть, безопасность их рабочих мест и т.д. Исследования показывают, что социально ответственным компаниям проще привлечь капитал [Zinkin, 2003]. В свою очередь, раскрываемая о сотрудниках компании информация не часто встречается в отчетах компании в связи с непредсказуемостью и изменчивостью персонала. Что касается корпоративного управления, то особо важной информацией является состав совета директоров, академические и профессиональные характеристики его членов, доли собственности, возраст, опыт работы и др. Так, например, присутствие в совете директоров иностранных членов может кардинально менять работу менеджмента, что влияет на результативность деятельности компании, поэтому данная информация ценна при раскрытии.

К последней, четвертой категории относится *информация о прогнозах относительно будущей деятельности компании*. Согласно [Çelik, 2006], такого рода информация помогает спрогнозировать будущую результативность деятельности компании. К раскрываемой в данной категории информации относятся прогнозы выручки, прибыли на акцию, информация о разработке новых продуктов и т.д. Если менеджмент

компания раз за разом ошибается в прогнозах, это может снизить уровень доверия стейкхолдеров к компании, что, следовательно, увеличит стоимость капитала.

Похожий индекс был составлен [Naran, 2013, p. 29-30]. В нем те же 4 категории, но количество показателей немногим меньше — 47 показателей, где 13 показателей — *общая и стратегическая информация*, 8 показателей — *финансовая информация*, 17 показателей — *информация социального характера и информация о корпоративном управлении*, и, наконец, 9 показателей — *информация о прогнозах относительно будущей деятельности компании*. Кроме того, [Wangari, 2014, p. 42-43] использовал в своем исследовании идентичный индекс из 4 категорий и 47 показателей, однако выборка компаний и изучаемый период различны. Для построения индекса исследователем были проанализированы исследования на данную тему, на основании чего в индекс были включены те показатели, которые встречались как минимум в 2 работах, что говорило об их релевантности.

[Hamrouni, 2015, p. 615], например, вместо категории информации о прогнозах относительно будущей деятельности выделяет в отдельную категорию информацию о корпоративном управлении, а некоторые показатели категории информации о прогнозах относительно будущей деятельности включает в финансовую категорию. В целом, он также выделяет 4 категории: *стратегическая информация* (30 показателей), *финансовая информация* (36 показателей), *нефинансовая информация* (35 показателей) и *информация о корпоративном управлении* (11 показателей), получая в конечном итоге индекс из 112 показателей. При этом, в отличие от предыдущих исследователей, которые рассчитывают значение индекса простым суммированием значений по категориям раскрываемой информации, в данном исследовании значение индекса рассчитывается как среднее значение по категориям (категориям присваиваются равные веса). Категория информации о корпоративном управлении более емкая по сравнению с предыдущим исследованием, так как включает в себя такие показатели, как наличие комитета по аудиту, вознаграждение членов совета директоров и т.д. Кроме того, рассмотрено больше финансовых показателей (например, влияние инфляции, а также обменных курсов на результаты деятельности компании, оборачиваемость и т.д.), а также больше информации о персонале компании — о политике обучения, географическом распределении сотрудников, охране труда и т.д.

Некоторые исследователи более детально изучали финансовую информацию и информацию о корпоративном управлении. Так, [Aksu, 2004, p. 32-33] собрал данные по 106 показателям по 3 категориям: *финансовая информация* (37 показателей), *структура собственности* (32 показателя), *совет директоров и менеджмент* (37 показателей). В

категории финансовой информации изучаются такие показатели, как соответствие отчетности стандартам финансовой отчетности, учетные политики, информация о внешнем аудиторе и т.д. В категорию структуры собственности включены такие показатели, как количество акций, топ-5 акционеров, процедуры проведения собраний акционеров и т.д. В категории «совет директоров и менеджмент» рассмотрены такие показатели, как наличие комитета по вознаграждению, наличие информации о текущих и прошлых позициях, занимаемых директорами, типы вознаграждения менеджмента и т.д.

Другим способом сбора информации для построения индекса является опрос менеджмента компаний, что было сделано в рамках исследования [Waweru, 2018]. Компании были опрошены по 6 категориям: *информация об отчетности о добавленной стоимости* (6 показателей); *информация о прогнозах относительно будущей деятельности* (6 показателей); *информация об управлении персоналом* (6 показателей); *информация социально-экологического характера* (6 показателей); *информация об анализе деятельности, проводимой менеджментом* (6 показателей); *информация о корпоративном управлении* (6 показателей). Каждый показатель оценивался по пятибалльной шкале. В рамках первой категории информации менеджеры компаний были опрошены о раскрытии информации о приобретенных товарах и услугах, о вознаграждении персонала и т.д. К предпоследней категории относятся такие вопросы, как раскрытие информации о рисках, контрактных обязательствах и т.д.

Таким образом, существует множество вариаций построения индекса раскрытия информации, которые фокусируются на более детальном изучении различных категорий информации. В целом, раскрытие информации является важным аспектом корпоративного управления любой публичной компании. Информирова заинтересованных сторон о своей деятельности посредством раскрытия информации, компании повышают прозрачность своих действий и таким образом завоевывают доверие инвесторов; и, наоборот, неполнота или неясность раскрываемой информации о компании может нанести ущерб акционерному обществу. Тем не менее, стоит помнить, что необходимо находить баланс при раскрытии информации, так как некоторая информация компании конфиденциальна. Ее раскрытие может привести к потере позиций на рынке и, соответственно, к уменьшению стоимости компании, так как конкуренты будут иметь доступ к информации о процессе формирования конкурентных преимуществ компании.

1.2 Понятие результативности деятельности компании

Говоря в целом, любая деятельность направлена на достижение какого-либо определенного результата, который определяется разностью между затраченными

ресурсами (будь то материальные, интеллектуальные или человеческие) и полученными выгодами. Для большей наглядности данную разность проще измерять в относительном выражении, что и показывает результативность деятельности [Стецюк, 2011, с. 62]. Она отражает степень достижения запланированного результата посредством проведенной деятельности.

1.2.1 Эволюция понятия «результативность деятельности компании»

В 1950-х годах результативность деятельности компании приравнивалась к организационной эффективности (efficiency), которая предполагала достижение запланированных результатов с наименьшим использованием ограниченных ресурсов организации [Georgopoulos, 1957, p. 535].

В 1960-х и 1970-х годах организации стали искать новые способы оценки результативности и пришли к измерению результативности с точки зрения внешней среды, а именно как способности организации использовать условия внешней среды для получения и применения на практике ограниченных ресурсов [Yuchtman, 1967, p. 380].

В 1980-х годах акцент сместился на потребителей, и результативность оценивалась как способность фирмы создавать ценность для их клиентов [Porter, 1986, p. 12].

В 1990-х годах акцент сместился с потребителей на сотрудников, и организационная эффективность зависела от работников. Считалось, что, если сотрудникам будет предоставлен регулярный доступ к получению современных знаний и навыков, это поможет им легче и быстрее адаптироваться к изменениям, происходящим во внешней среде, и, соответственно, повышать организационную эффективность [Adam, 1994, p. 32].

В 1999 году [Harrison, 1999, p. 481] предложили, что эффективная организация с высокой результативностью — это та организация, которая удовлетворяет интересы стейкхолдеров.

В начале 21 века стали вводить понятие организационной результативности, которая фокусировалась на способности и возможности организации эффективным образом использовать доступные ресурсы для достижения поставленных целей с учетом их релевантности для стейкхолдеров [Peterson, 2003, p. 15].

Далее, некоторые ученые утверждали, что результативность — это определенный результат, достигнутый в менеджменте, экономике и маркетинге, который дает организации конкурентоспособность, эффективность и результативность (efficiency and effectiveness) [Verboncu, 2005, p. 63]. То есть, благодаря конкурентоспособности,

эффективности и результативности компания формирует конкурентные преимущества, которые приводят ее к результативности.

[Lebans, 2007, p. 72] в своей работе дали несколько разносторонних интерпретаций результативности для лучшего понимания организационной результативности:

- Результативность — это набор финансовых и нефинансовых показателей, которые измеряют степень достижения целей.
- Результативность динамична и требует оценки и интерпретации.
- Результативность может быть представлена в виде каузальной модели, которая описывает, как текущие действия могут повлиять на будущие результаты.
- Результативность может быть интерпретирована по-разному в зависимости от человека, оценивающего результативность.

[Achim, 2009, p. 5] утверждает, что результативность покрывает множество различных аспектов компании, таких как рост, прибыльность, продуктивность, эффективность и конкурентоспособность.

Как можно увидеть из эволюции понятия результативности, данное определение многосторонне и может включать в себя различные показатели и, соответственно, по-разному интерпретироваться.

1.2.2 Способы измерения результативности деятельности компании

Агрегируя информацию из разных исследований, понятие результативности деятельности компании можно представить в виде понятия, состоящего из разных измерений. Две укрупненные группы измерений — финансовая результативность и стратегическая результативность. Схематичное изображение понятия представлено на рисунке ниже.

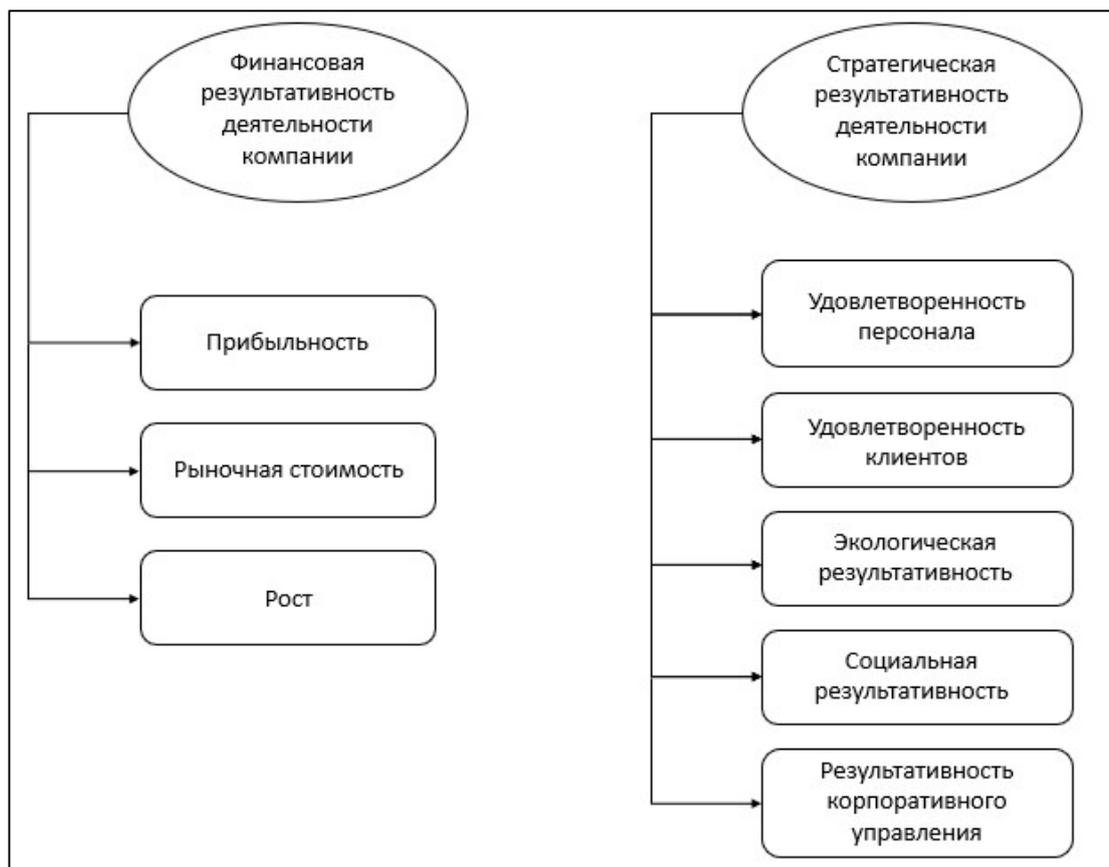


Рис. 1 Графическое изображение понятия результативности деятельности компании по двум укрупненным группам

Источник: [Selvam, 2016, p. 95]

Помимо упомянутых в предыдущем параграфе измерений, под экологической и социальной результативностью подразумевается способность организации удовлетворять интересы местных сообществ и государства посредством политики охраны окружающей среды, а также поддержки местных сообществ самыми различными способами, соответственно.

Под результативностью корпоративного управления подразумевается результативность внутренних и внешних механизмов корпоративного управления, таких как совет директоров и мониторинг со стороны внешних регуляторов (банков и др.), соответственно, которые могут повышать ценность компании [Selvam, 2016, p. 93].

Что касается измерений финансовой результативности, под прибыльностью (profitability) подразумевается способность организации зарабатывать прибыль, то есть генерировать положительные потоки после уплаты всех расходов.

Рыночная стоимость является внешней оценкой деятельности компании и учитывает как прошлые результаты деятельности, так и будущие перспективы. Исходя из этого, рыночная стоимость является одним из ключевых показателей оценки деятельности компании.

Наконец, рост подразумевает способность компании расти в терминах размера, а также в терминах выручки и прибыли.

Таким образом, результативность деятельности компании может быть измерена различными способами. Если говорить о стратегической результативности согласно [Selvam, 2016, p. 94], то удовлетворенность персонала может быть измерена текучестью, инвестициями в обучение и развитие персонала, политикой вознаграждения и т.д. Что касается удовлетворенности клиентов, она может быть измерена количеством жалоб, продуктовым миксом, процентом повторных покупок, индексом удовлетворенности клиентов и т.д. Экологическая результативность может быть оценена количеством проектов по охране окружающей среды, количеством переработанных материалов, уровнем потребления энергии и т.д. Социальная результативность, в свою очередь, измеряется количеством социальных проектов, наймом членов меньшинств, количеством судебных разбирательств, инициируемых работниками и т.д. Результативность корпоративного управления может быть оценена размером совета директоров, количеством независимых членов в совете, количеством акций, сосредоточенных в руках сотрудников компании и т.д.

Говоря о финансовой результативности, прибыльность может измеряться чистой прибылью, рентабельностью активов, маржой, рентабельностью инвестиций, рентабельностью собственного капитала и т.д. Рыночная стоимость компании может быть оценена через такие показатели, как прибыль на акцию, динамика курса акций, дивидендная доходность, коэффициент Тобина, добавленная стоимость и т.д. Наконец, рост может быть измерен ростом активов, цены акций, выручки, прибыли и т.д. Список измерений результативности и примеры их оценивания результированы в таблице ниже.

Таблица 1 Способы измерения результативности деятельности

	Измерение результативности	Пример оценивания
Стратегическая результативность	Удовлетворенность персонала	Текучесть персонала, инвестиции в обучение и развитие персонала, политика вознаграждения и др.
	Удовлетворенность клиентов	Количество жалоб, продуктовый микс, процент повторных покупок, индекс удовлетворенности клиентов и др.
	Экологическая результативность	Количество проектов по охране окружающей среды, количество переработанных материалов, уровень

	Измерение результативности	Пример оценивания
		потребления энергии и др.
	Социальная результативность	Количество социальных проектов, найм членов меньшинств, количество судебных разбирательств, инициируемых работниками и др.
	Результативность корпоративного управления	Размер совета директоров, количество независимых членов в совете, количество акций, сосредоточенных в руках сотрудников компании и др.
Финансовая результативность	Прибыльность	Чистая прибыль, рентабельность активов, маржа, рентабельность инвестиций, рентабельность собственного капитала и др.
	Рыночная ценность	Прибыль на акцию, динамика курса акций, дивидендная доходность, коэффициент Тобина, добавленная стоимость и др.
	Рост	Рост активов, рост цены акций, рост выручки, рост прибыли и др.

Источник: [Selvam, 2016, p. 96]

В целом, чтобы оценить финансовое положение компании, может быть измерена целая система показателей, в которые могут входить коэффициенты ликвидности (коэффициенты текущей, быстрой и абсолютной ликвидности), различные показатели рентабельности (рентабельность собственного капитала, инвестированного капитала, активов, продаж и т.д.), коэффициенты финансовой устойчивости и другие показатели. Одним из таких показателей также может быть чистая маржа, которая помогает компании следить за ее расходами (PMS) [Mutiva, 2015, p. 182]. Данный показатель может использоваться при сравнении результативности отделов внутри компании, но не может использоваться для сравнения двух компаний, так как структура их издержек, а также финансовая деятельность может кардинально отличаться.

В данной работе под результативностью деятельности компании подразумевается финансовая результативность, поэтому выбор показателя, который будет ее определять, происходил из группы показателей финансовой результативности. Следовательно,

дальнейший выбор происходил на основе более подробного изучения показателей данной группы.

Прибыль на акцию (EPS) является важным для акционеров показателем, так как оценивает доходность с точки зрения акционера. Он определяется как отношение чистой прибыли к общему числу обыкновенных акций. Тем не менее, данный показатель может отражать не совсем реальную картину в связи с возможным манипулированием прибылью менеджерами.

Еще одним способом является оценка результативности с помощью экономической добавленной стоимости (EVA), которая показывает способность компании создавать прибыль после уплаты налогов и затрат на использование капитала. Однако трудность использования данного показателя для измерения результативности компаний заключается в том, что для расчета EVA необходимо рассчитать средневзвешенную стоимость капитала (WACC), для чего, в свою очередь, необходимо знать ставки и рыночные оценки собственного и заемного капиталов, что не так просто узнать.

Одним из наиболее распространенных вариантов оценки результативности компаний является коэффициент Тобина (Tobin's q), который вычисляется как отношение рыночной стоимости компании к ее восстановительной стоимости активов. Стоит отметить, что существует критика относительно измерения результативности компании на основе бухгалтерских показателей (таких как рентабельность собственного капитала, активов и др.) [Давыдкина, 2011, с. 45], поэтому коэффициент Тобина имеет преимущество в том, что учитывает и рыночный аспект. Данный коэффициент показывает добавленную стоимость компании, оцененную рынком, как отражение результативности деятельности компании. Таким образом, если коэффициент Тобина превышает 1, то рынок оценивает компанию выше, чем балансовая стоимость ее активов, что говорит о дополнительной ценности, создаваемой компанией и не отражающейся на балансе компании, что, в свою очередь, говорит о результативности деятельности компании.

Таким образом, исходя из того, что рыночная стоимость является ключевым показателем оценки финансовой результативности компании за счет учета как прошлой, так и будущей информации компании, и из того, что коэффициент Тобина отражает оценку результативности деятельности компании рынком, оценивание результативности деятельности компании в данной работе подразумевает оценку финансовой результативности через такой показатель, как коэффициент Тобина.

1.2.3 Факторы, влияющие на результативность деятельности компании

Стоит отметить, что не существует какой-либо классической модели результативности деятельности компании и ее детерминантов. Это связано с тем, что результативность деятельности — понятие многогранное, как было выяснено ранее, и может интерпретироваться через разные понятия. Таким образом, существует множество исследований, изучающих детерминанты результативности деятельности компаний, измеренной различными способами, а также в разных странах. В данной работе, как было сказано ранее, под результативностью подразумевается финансовая результативность деятельности, в связи с чем далее приведены примеры исследований детерминантов финансовой результативности.

Так, [Hatem, 2014] изучает детерминанты результативности деятельности европейских компаний. Результативность деятельности компаний измеряется 4 способами: рентабельностью активов, рентабельностью собственного капитала, рентабельностью продаж и прибылью на акцию. Исследование проводится на выборке из 103 компаний из Италии, 103 компаний из Швейцарии и 103 компаний из Швеции за период с 2003 по 2011 годы. В качестве детерминантов результативности в данном исследовании фигурируют возможности роста, измеренные соотношением рыночной и балансовой стоимости компании, размер компании, измеренный логарифмом общих активов, коэффициент абсолютной ликвидности, измеренный как отношение денежных средств к текущим обязательствам, и, наконец, возраст компании. Исследователи строят 4 регрессионные модели, где в качестве зависимых переменных выступают различные способы оценивания результативности деятельности компаний. Результаты получаются следующие: между результативностью деятельности компаний и возможностями роста существует положительная взаимосвязь для всех секторов трех стран; между результативностью деятельности компаний и размером фирмы обнаружена прямая взаимосвязь для компаний производства, строительства и сферы услуг в Швеции; такой же результат установлен для коэффициента абсолютной ликвидности для секторов строительства и сферы услуг; между результативностью деятельности компаний и возрастом также установлена прямая статистически значимая взаимосвязь для компаний Италии и Швейцарии.

[Melwani, 2019] изучает влияние большого набора финансовых факторов компании на ее финансовую результативность. Исследование проводится на 7 индийских торгуемых компаниях, оперирующих в отрасли автомобилестроения, за период с 2007 по 2016 годы. Для изучения наличия взаимосвязи строится 2 регрессионные модели по панельным данным, где в качестве прокси результативности деятельности компании выступает

бухгалтерский показатель, рентабельность активов, и рыночный показатель — коэффициент Тобина. В качестве независимых переменных выступают 17 показателей:

- 1) размер компании, измеряемый натуральным логарифмом активов;
- 2) показатель прибыльности, измеряемый отношением чистой прибыли к выручке;
- 3) коэффициент ликвидности, оцененный отношением текущих активов к текущим обязательствам;
- 4) показатель операционной эффективности, измеренный отношением операционного дохода к чистой прибыли;
- 5) рост компании, измеренный ежегодным ростом выручки;
- 6) леверидж компании, измеряемый отношением общего долга к общим активам;
- 7) структура капитала, определяемая отношением общего долга к собственному капиталу;
- 8) коэффициент дивидендных выплат, измеряемый отношением дивиденда на акцию к прибыли на акцию;
- 9) показатель инвестиций в исследования и разработки, измеряемый отношением расходов на исследования и разработки к выручке;
- 10) показатель основных средств, измеряемый отношением основных средств к общим активам;
- 11) показатель операционного дохода, измеряемый отношением операционного дохода к выручке;
- 12) показатель рабочего капитала, определяемый как отношение разности текущих активов и текущих обязательств к выручке;
- 13) показатель налога, измеряемый отношением налога за текущий год к прибыли до налогообложения;
- 14) показатель налогового щита, определяемый отношением амортизации к общим активам;
- 15) показатель капиталоемкости, измеряемый отношением общих активов к выручке;
- 16) коэффициент покрытия процентов, измеряемый отношением прибыли до уплаты процентов и налогов к процентам;
- 17) показатель экспорта, измеряемый отношением чистого экспорта к выручке.

Результаты построения регрессионных моделей следующие. Между результативностью компании, измеренной как бухгалтерским, так и рыночным показателем, и размером компании существует обратная взаимосвязь. Это обосновывается

тем, что более крупные по размеру компании не способны эффективно использовать активы, что снижает их результативность.

Кроме того, была установлена обратная взаимосвязь между финансовой результативностью и показателем прибыльности, однако данная взаимосвязь оказалась незначимой в модели, где результативность измерялась коэффициентом Тобина. Это объясняется тем, что вариативность прибыли не вызвала доверие инвесторов, в результате чего взаимосвязь оказалась отрицательной.

Между рентабельностью активов и левэриджем была установлена статистически значимая обратная взаимосвязь и статистически незначимая обратная взаимосвязь между коэффициентом Тобина и левэриджем. Объяснение этого следующее: при увеличении долга компании не удавалось создавать прибыльность, что имело негативный эффект на рентабельности активов. Что касается рыночного измерения результативности деятельности компании, то увеличение долга компании приводило к более высоким финансовым рискам, что снижало рыночную стоимость компании.

Между рентабельностью активов и структурой капитала была установлена значимая прямая взаимосвязь, что объяснялось экономией на налогах при увеличении долга и, как следствие, увеличением рентабельности активов. Что касается рыночного измерения результативности, то была установлена незначимая отрицательная взаимосвязь.

Между рыночным показателем результативности деятельности и коэффициентом дивидендных выплат установлена положительная взаимосвязь, то есть наличие прибыли приводит к возможности выплаты дивидендов, что повышает результативность компании.

Между рентабельностью активов и показателем инвестиций в исследования и разработки установлена отрицательная взаимосвязь, что вызвано неспособностью компании при вложениях в исследования и разработки генерировать прибыль.

Между рентабельностью активов и показателем основных средств, показателем налогового щита и показателем капиталоемкости, а также между обоими измерениями результативности деятельности и показателем операционного дохода выявлена прямая взаимосвязь.

Результаты оценивания построенных регрессионных моделей (статистически значимые взаимосвязи) резюмированы в таблице ниже.

Таблица 2 Результаты оценивания регрессионных моделей

Название зависимой переменной	Название независимой переменной	Направление взаимосвязи
--------------------------------------	--	--------------------------------

Название зависимой переменной	Название независимой переменной	Направление взаимосвязи
Рентабельность активов / коэффициент Тобина	Размер компании	Обратная
Рентабельность активов	Лeverидж	Обратная
Рентабельность активов	Структура капитала	Прямая
Коэффициент Тобина	Коэффициент дивидендных выплат	Прямая
Рентабельность активов	Показатель инвестиций в исследования и разработки	Обратная
Рентабельность активов	Показатель основных средств	Прямая
Рентабельность активов	Показатель налогового щита	Прямая
Рентабельность активов	Показатель капиталоемкости	Прямая
Рентабельность активов / коэффициент Тобина	Показатель операционного дохода	Прямая

Составлено по: [Melwani, 2019, p. 80]

[Mirza, 2013] изучают детерминанты финансовой результативности деятельности 60 пакистанских нефинансовых торгуемых компаний в период с 2007 по 2011 года. В качестве прокси результативности исследователями выбраны как бухгалтерский, так и рыночный показатели: рентабельность собственного капитала и показатель суммарного дохода акционеров (shareholder return). В качестве вводимых в модель детерминантов выступают следующие факторы:

- 1) два экономических фактора — инфляция и доход на душу населения;
- 2) бинарная переменная, равная 1 при соответствии компании стандартам корпоративного управления;
- 3) две переменные, характеризующие структуру собственности, — процент акционеров с долей собственности более 10% и процент акционеров-работников компании;
- 4) три переменные, измеряющие структуру капитала: отношение общего долга к собственному капиталу, отношение долгосрочного долга к общим активам и отношение краткосрочного долга к общим активам;
- 5) два фактора, оценивающие риск-менеджмент компании: показатель бизнес-риска, измеряемый как стандартное отклонение рентабельности активов за

последние 5 лет, и показатель риска компании, оцениваемый как стандартное отклонение цены акций за последние 5 лет;

- б) четыре контрольные переменные, оценивающие политики и характеристики компаний: дивидендная доходность, измеряемая отношением дивиденда к цене акций, размер фирмы, оцениваемый натуральным логарифмом активов, рост выручки и коэффициент текущей ликвидности, измеряемый отношением текущих активов к текущим обязательствам;
- 7) рыночная капитализация компании.

Результаты исследования показывают, что финансовая результативность компании, измеренная бухгалтерским показателем, в большей степени определяется экономическими факторами, показателями структуры собственности и показателями риск-менеджмента. Если результативность измеряется рыночным показателем, то она определяется корпоративным управлением, структурой собственности, структурой капитала и показателями риск-менеджмента.

Из анализа приведенных выше исследований можно сделать вывод о том, что существует множество работ, изучающих различные детерминанты финансовой результативности компаний разных отраслей и из разных стран, причем получаемые результаты относительно одних и тех же детерминантов могут различаться в отраслях и странах.

1.3 Связь раскрытия информации и результативности компании

Предпосылками наличия взаимосвязи между раскрытием информации и результативностью компании могут служить следующие факты.

Во-первых, раскрытие информации создает ценность для акционеров. В качестве доказательства данного тезиса, [Goncharov, 2006] приводят результаты исследования: акции немецких компаний, которые соблюдают нормы в отношении раскрытия информации в большей степени, котируются выше в среднем на 3,23 евро (относительно среднего значения по выборке). Дело в том, что между акционерами и менеджерами компании существует информационная асимметрия в связи с разделением собственности и контроля. В таком случае, раскрытие информации, например, о внешней и внутренней аудиторских проверках компании, даст информацию потенциальным инвесторам о том, насколько добросовестно компания соблюдает законодательные нормы и нормы внутренних документов. В случае раскрытия данной информации инвестор может сделать вывод о деятельности компании и принять взвешенное решение об инвестировании: он будет склонен инвестировать в ту компанию, информации о которой в его распоряжении

больше. Следовательно, акции такой компании будут котироваться выше, а ее ценность, соответственно, увеличиваться, что косвенно отражает результативность деятельности компании.

Во-вторых, раскрытие информации позволяет снизить стоимость собственного капитала и, соответственно, увеличить ценность компании [Cheng, 2006]. Данная взаимосвязь объясняется тем, что при доступности большей информации о компании менеджеры и аналитики спрогнозируют свободный денежный поток собственникам (FCFE) более точно, а инвесторы, соответственно, применят более низкую ставку дисконтирования. Таким образом, цена акций, а также стоимость компании повышаются [Armitage, 2008].

В-третьих, раскрытие информации позволяет увеличить объем инвестиций [Khurana, 2006, р. 362]. Это объясняется тем, что общедоступность информации стимулирует привлечение дополнительных инвестиций и внешнего финансирования.

Кроме того, [Barako, 2007, р. 118] утверждает, что менеджмент компании склонен добровольно раскрывать информацию для того, чтобы снизить информационную асимметрию. Это, в свою очередь, приводит к росту курса акций и ценности компании, что увеличивает вознаграждение менеджеров в том случае, когда оно привязано к рыночным показателям деятельности компании.

Существует огромное количество эмпирических исследований, пытающихся установить наличие взаимосвязи между раскрытием информации и результативностью деятельности фирмы.

[Hamrouni, 2015] в своем исследовании изучал взаимосвязь между добровольно раскрываемой информацией и результативностью компаний. Исследование было проведено на выборке, состоящей из 1074 компаний-лет (данные 179 французских компаний за период с 2004 по 2009 годы). На основании проанализированных исследований, которые утверждали, что с увеличением добровольно раскрываемой информации стоимость капитала снижается, а стоимость компании увеличивается, [Hamrouni, 2015] выдвинул гипотезу о наличии положительной взаимосвязи между добровольным раскрытием информации и результативностью компании. Результативность компании была измерена через коэффициент Тобина, а добровольно раскрываемая информация (из годового отчета) была оценена с помощью индекса, который равен среднему значению по 112 показателям из 4 категорий: стратегическая информация (30 показателей), нефинансовая информация (35 показателей), финансовая информация (36 показателей) и информация о корпоративном управлении (11 показателей). Результаты регрессионной модели установили наличие положительной

взаимосвязи между индексом добровольно раскрываемой информации и результативностью компании, что говорит о том, что степень добровольно раскрываемой информации является важным показателем результативности компании. Тем не менее стоит отметить, что роль, которую играет степень раскрываемой информации в определении результативности компании, зависит от качественной стороны раскрываемой информации, то есть от ее стратегической, финансовой, нефинансовой составляющей и составляющей корпоративного управления.

[Oranu, 2019] изучал взаимосвязь между добровольно раскрываемой информацией и результативностью компаний на примере 14 коммерческих банков в Руанде на данных с 2011 до 2015 годы. Результативность измерялась рентабельностью собственного капитала, а для измерения добровольно раскрываемой информации был построен индекс из 47 показателей. Результаты исследования показали наличие сильной взаимосвязи между дополнительно раскрываемой информацией, размером компании и результативностью компаний.

[Wangari, 2014] в своем исследовании установил значимую положительную взаимосвязь между добровольно раскрываемой информацией и финансовой результативностью кенийских компаний. Результативность измерялась рентабельностью собственного капитала (ROE), в то время как для оценки раскрытия информации был построен индекс из 47 показателей по 4 группам раскрываемой информации: финансовая информация, общая и стратегическая информация, информация, содержащая данные о планах и прогнозах относительно будущей деятельности компании (forward-looking disclosure), а также информация социального характера и информация о совете директоров. В выборку вошли 42 коммерческих банка, данные были собраны за период с 2008 по 2013 годы. Результаты показали, что при увеличении раскрытия финансовой информации на 1%, результативность компании увеличивается на 54%, в то время как увеличение раскрытия информации о планах и прогнозах относительно будущей деятельности компании увеличивает ROE на 39,9%, а увеличение раскрытия информации социального аспекта и информации о совете директоров приводит к росту ROE на 50,3%. В то же время, раскрытие общей и стратегической информации отрицательно связано с результативностью компании, из чего исследователь делает вывод о том, что компаниям необходимо концентрироваться на раскрытии финансовой и социальной категориях информации, а также информации о совете директоров.

[Mutiva, 2015] провел исследование, подобное исследованию [Wangari, 2014], то есть изучил взаимосвязь добровольного раскрытия информации, измерив его 4 переменными (4 категории раскрываемой информации как и в ранее упомянутом

исследовании), и результативностью компании, которая в данном случае была измерена рентабельностью инвестиций (ROI). Исследование проводилось на 10 торгуемых на Найробийской фондовой бирже компаниях, входящих в индекс NSE-20; данные о раскрытии информации были собраны за период с 2011 по 2013 годы. Результаты показали наличие положительной корреляции между добровольным раскрытием и рентабельностью инвестиций.

[Naran, 2013] изучал влияние добровольного раскрытия информации и размера компании на финансовую результативность деятельности коммерческих банков в Кении. В выборку вошли 12 банков из 44; информация по добровольному раскрытию информации собиралась за период с 2008 по 2011 годы. Результативность деятельности измерялась рентабельностью собственного капитала, размер компании — величиной активов, а для измерения раскрываемой информации был построен индекс из 47 показателей по 4 категориям: общая и стратегическая информация, финансовая информация, информация о планах и прогнозах относительно будущей деятельности компании (forward-looking disclosure) и информация о совете директоров. Результаты показали, что более крупные компании показывают более высокую результативность, а увеличение раскрытия финансовой информации, информации о совете директоров и информации о планах компании приводят к увеличению результативности деятельности. Напротив, между общей, стратегической информацией и рентабельностью собственного капитала, измеряющей финансовую результативность, существует отрицательная взаимосвязь.

[Mendes de Silva, 2004] провел исследование для того, чтобы изучить наличие взаимосвязи между раскрытием финансовой информации, публикуемой в Интернете, и результативностью деятельности латинских компаний. Работа была проведена на выборке из 200 компаний по данным за 2002 год. Результативность была измерена с помощью коэффициента Тобина, а раскрытие информации с помощью бинарной переменной, которая равнялась 1, если компания публикует отчетность в Интернете. В модель также были включены размер компании, страна, в которой оперирует компания, принадлежность отрасли и легкость поиска отчетности на сайте. Результаты построения многофакторной регрессии показали наличие значимой положительной взаимосвязи между изучаемыми переменными, то есть компании, раскрывающие свои отчеты в Интернете, имели более высокий коэффициент Тобина и, соответственно, более высокую результативность деятельности. Стоит также отметить, что более крупные компании, а также компании промышленной отрасли имеют более высокие показатели результативности деятельности.

[Aksu, 2004] изучал взаимосвязь между прозрачностью и раскрытием информации и результативностью деятельности компаний, торгуемых на турецкой бирже. В выборку вошли 52 компании. Результативность деятельности измерялась через рентабельность собственного капитала, рентабельность активов и отношение рыночной стоимости компании к балансовой. Для измерения прозрачности и раскрытия информации исследователи оценивали 106 показателей по 3 категориям: финансовая информация, структура собственности, совет директоров и менеджмент. Данные по каждой категории агрегировались, и на этой основе каждой компании присваивалось определенное количество очков. Результаты исследования показали, что финансовая информация раскрывается турецкими компаниями в большей степени, чем информация и совете директоров. Кроме того, была установлена положительная взаимосвязь между финансовой результативностью компаний и степенью раскрытия информации и прозрачности.

[Waweru, 2018] в своей работе изучал влияние дополнительно раскрываемой бухгалтерской информации на результативность компаний. Исследование проводилось на выборке из 42 нефинансовых торгуемых кенийских компаний, по которым были собраны данные за период с 2011 по 2015 годы. Данные о дополнительно раскрываемой информации являются вторичными, так как получены из опросов менеджмента компаний, а результативность компании измерена через коэффициент Тобина. Результаты регрессии показали, что между результативностью компаний и добровольно раскрываемой бухгалтерской информацией существует значимая положительная взаимосвязь. Тем не менее, стоит отметить, что использование вторичных данных может влиять на результаты исследования.

[Minutolo, 2019] в своей работе изучал взаимосвязь между ESG-факторами как показателями прозрачности компании и ее результативностью, которая была измерена с помощью коэффициента Тобина. Исследователи анализировали данные 467 компаний из списка S&P 500 за период с 2009 по 2015 годы. Результаты показали наличие положительной значимой взаимосвязи, что с практической точки зрения означает значимость раскрытия информации для инвесторов (ESG факторы выступают как прокси коммуникаций компании в сторону инвесторов). Кроме того, в рамках данной работы было установлено, что имеет смысл варьировать степень раскрытия информации в зависимости от размера компании: если компания небольшая, ей лучше больше фокусироваться на зарработке, нежели отчетности, в то время как крупным фирмам стоит больше фокусироваться на раскрытии информации.

[Lang, 1993] в своем исследовании изучал детерминанты раскрытия информации, а также взаимосвязь финансовой результативности компаний и раскрытия информации и размера фирмы. Результаты регрессии, проведенной на выборке компаний из 27 отраслей, установили наличие положительной взаимосвязи.

Выводы

В рамках анализа теоретических и эмпирических исследований на тему раскрытия информации, результативности деятельности компаний и их взаимосвязи было выяснено, что раскрытие информации — это предоставление разноаспектных сведений о деятельности компании, доступ к которым является свободным для любых заинтересованных лиц, независимо от целей использования информации. Цель раскрытия информации — донесение информации до заинтересованных лиц с тем, чтобы они могли принимать взвешенные решения об участии в компании или других действиях, которые способны повлиять на финансовое состояние компании.

Раскрытие информации делится на обязательное и добровольное. Обязательное раскрытие информации регламентируется такими документами, как статьями ФЗ «Об акционерных обществах», Положениями Банка России, в то время как степень добровольного раскрытия информации определяется каждой компанией самостоятельно. Чаще всего в исследованиях фигурируют 4 укрупненные категории добровольно раскрываемой информации: общая и стратегическая информация о компании, финансовая информация, информация социально-экологического характера и информация о корпоративном управлении, а также информация о прогнозах будущей деятельности компании (forward-looking disclosure).

В целом цель раскрытия информации объясняется несколькими теориями, а именно агентской и сигнальной теориями, а также теорией легитимности и теорией стейкхолдеров.

Что касается результативности деятельности компании, то, говоря в общем, она отражает степень достижения запланированного результата посредством проведенной деятельности. Понятие результативности деятельности компании эволюционировало с 1950-х годов, делая акценты на разные аспекты деятельности компании, в связи с чем данное понятие является многогранным. Результативность деятельности компании может быть рассмотрена со стратегической и с финансовой точек зрения, каждая из которых имеет набор измерений результативности. В данной работе под результативностью деятельности компании подразумевается финансовая результативность.

Результативность деятельности компании измеряется различными способами. Например, чтобы оценить финансовое положение компании, может измеряться система показателей, в которые входят разные показатели, такие как ликвидность, рентабельность, финансовая устойчивость и другие показатели деятельности компании. Кроме того, результативность деятельности компании может быть измерена бухгалтерскими показателями, такими как рентабельность продаж, активов, собственного капитала, либо рыночными показателями, такими как коэффициент Тобина и др. В данной работе в качестве прокси финансовой результативности деятельности компании выбран коэффициент Тобина, так как он в большей степени отражает оценку компании рынком.

Изучив различные исследования детерминантов финансовой результативности деятельности компании, было установлено, что детерминантами финансовой результативности могут быть различные факторы, например, размер компании и ее леверидж, структура собственности и корпоративное управление и т.д., причем взаимосвязь результативности деятельности и детерминантов может различаться для компаний разных отраслей и из разных стран.

В процессе написания работы был также проведен анализ эмпирических исследований на тему взаимосвязи финансовой результативности компании и индекса раскрытия информации, на основе чего были выявлены способы построения индекса раскрытия информации, а также взаимосвязь между изучаемыми явлениями для компаний разных отраслей и разных стран.

ГЛАВА 2. ВЗАИМОСВЯЗЬ ИНДЕКСА РАСКРЫТИЯ ИНФОРМАЦИИ И РЕЗУЛЬТАТИВНОСТИ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ КОМПАНИЙ: ЭМПИРИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ

2.1 Описание методологии исследования

Данное исследование направлено на установление наличия и направления взаимосвязи между результативностью деятельности российских компаний и индексом раскрытия финансовой и нефинансовой информации. Для проведения данного исследования строится многофакторная регрессионная модель. В качестве зависимой переменной выступает результативность деятельности компании, которая измеряется коэффициентом Тобина. Коэффициент рассчитывается по следующей формуле:

$$Tobin's Q = \frac{MV_E + BV_D}{BV_A}, \text{ где}$$

$Tobin's Q$ — коэффициент Тобина,

MV_E — рыночная стоимость собственного капитала компании в год t ,

BV_D — балансовая стоимость долга компании в год t ,

BV_A — балансовая стоимость общих активов компании в год t .

В качестве независимой переменной, измеряющей раскрытие информации, выступает общий индекс раскрытия информации. Для более детального изучения взаимосвязи в качестве независимых переменных далее выступают категории индекса раскрытия информации по типу раскрываемой информации: общая информация, финансовая информация, информация о корпоративном управлении, информация социально-экологического характера, а также информация о прогнозах относительно будущей деятельности компании. Подробная информация о построении индекса приведена в параграфе 2.1.1.

[Mutiva, 2015; Hamrouni, 2015] в своих исследованиях установили наличие положительной значимой взаимосвязи между результативностью деятельности компании и индексом раскрытия информации, исходя из чего выдвигается следующая гипотеза:

H_1 : между результативностью деятельности компании и индексом раскрытия информации существует прямая взаимосвязь.

[Hamrouni, 2015] также установил наличие прямой значимой взаимосвязи между результативностью деятельности компании и категориями раскрытия информации, следовательно, гипотезы формулируются следующим образом:

H₂: между результативностью деятельности компании и раскрытием общей информации существует прямая взаимосвязь.

H₃: между результативностью деятельности компании и раскрытием финансовой информации существует прямая взаимосвязь.

H₄: между результативностью деятельности компании и раскрытием информации о корпоративном управлении существует прямая взаимосвязь.

H₅: между результативностью деятельности компании и раскрытием информации социально-экологического характера существует прямая взаимосвязь.

H₆: между результативностью деятельности компании и раскрытием информации о прогнозах относительно будущей деятельности существует прямая взаимосвязь.

В качестве контрольных переменных в модель включаются следующие показатели:

- Размер компании, который измеряется натуральным логарифмом ее активов за определенный год. [Stanwick, 1998; Hossain, 2003; Naran, 2013] установили положительную взаимосвязь между результативностью компании и ее размером, объяснив это тем, что у более крупной компании больше ресурсов для увеличения своей результативности. Под ресурсами подразумевается как возможность использовать эффект от масштаба и повышать производительность, так и организационные ресурсы, более комплексная система управления рисками и т.д.
- Лeverидж компании, измеряемый отношением общего долга компании к общим активам. Несмотря на то, что существуют различные теории и исследования, изучающие наличие связи между лeverиджем и результативностью компании, данная работа придерживается теории мониторинга, которая устанавливает следующее: наличие займов у компании подразумевает дополнительный мониторинг компании, в том числе действий менеджмента, со стороны банков, например, через установление ковенантов, что снижает рисковую деятельность менеджмента и стимулирует повышение результативности [Thomson, 2012, p. 255].

2.1.1 Построение индекса раскрытия информации

Исходя из положений ст. 92 ФЗ «Об акционерных обществах», публичное акционерное общество обязано раскрывать годовой отчет, годовую бухгалтерскую отчетность, сообщения о проведении общего собрания акционеров, проспект ценных

бумаг и другие сведения, определяемые Банком России⁶. Следовательно, годовой отчет и бухгалтерская отчетность являются теми основными документами, посредством которых компании раскрывают информацию о своей деятельности, в связи с чем при построении индекса раскрытия информации российскими компаниями изучались эти два документа. Стоит отметить, что для упрощения сбора информации использовался сайт одного из пяти главных агентств по раскрытию информации — «Интерфакс – Центр раскрытия корпоративной информации»⁷, который агрегирует и публикует всю обязательно раскрываемую информацию российских компаний.

Построение индекса раскрытия информации основано на зарубежных работах, так как среди российских исследований нет работы, которая бы изучала индекс раскрытия информации исключительно публичных компаний (например, в исследовании [Березинец, 2009] в выборку входило большинство непубличных компаний, требования к раскрытию информации которых отличаются) или же в том объеме, в каком он изучается в зарубежных исследованиях (например, в работе [Ружанская, 2010] в индекс включены 10 показателей, в то время как в зарубежных работах индекс охватывает в среднем 30-40 показателей, причем разных категорий). Следовательно, после проведения анализа существующих работ и построенных в них индексов, исследования [Wangari, 2014] и [Namrouni, 2015], упомянутые ранее в первой главе, были выбраны в качестве основы для построения индекса раскрытия информации в данной работе. Стоит отметить, что в вышеуказанных работах выделено 4 категории информации, одной из которых является раскрытие информации о корпоративном управлении и информации социально-экологического характера. В данной же работе данная категория была разделена на 2 — информация о корпоративном управлении и информация социально-экологического характера для возможности изучения взаимосвязи результативности компаний с каждой из категорий.

Стоит отметить, что был проведен анализ использованных в указанных работах индексов и их некое изменение в соответствии с российским законодательством. Ст. 70 ФЗ «Об акционерных обществах»⁸ четко регламентирует объем информации, который должен раскрываться в годовом отчете в обязательном порядке, в связи с чем при

⁶ Федеральный закон от 26.12.1995 № 208-ФЗ (ред. 04.11.2019) «Об акционерных обществах». Статья 92. Обязательное раскрытие обществом информации [Электронный ресурс]. // — Режим доступа: <http://www.consultant.ru/> (дата обращения: 02.02.2020).

⁷ Интерфакс — сервер раскрытия информации [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <https://www.e-disclosure.ru/#> (дата обращения: 09.01.2020).

⁸ Положение Банка России от 30.12.2014 № 454-П (ред. от 25.05.2018) «О раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг». Глава 70. Раскрытие годового отчета [Электронный ресурс]. // — Режим доступа: <http://www.consultant.ru/> (дата обращения: 09.01.2020).

построении индекса эта информация была учтена, и в индекс были включены такие показатели, которые отражают добровольно раскрываемую информацию.

Кроме того, при построении индекса раскрытия информации были приняты к сведению требования Московской биржи к раскрытию информации российскими эмитентами в целом⁹, а также к раскрытию информации о корпоративном управлении¹⁰, так как компании выборки являются акционерными обществами. Так как среди компаний выборки присутствуют компании, входящие в котировальные списки как I, так и II и III уровней, то были учтены требования раскрытия информации к компаниям всех уровней.

Таким образом, в данном исследовании был построен индекс раскрытия финансовой и нефинансовой информации, который включил в себя 33 показателя по 5 категориям: общая информация (7 показателей), финансовая информация (8 показателей), информация о корпоративном управлении (5 показателей), информация социально-экологического характера (7 показателей), и а также информация о планах и о прогнозах относительно будущей деятельности компании (forward-looking information, 6 показателей). Структура индекса представлена в таблице ниже.

Таблица 3 Индекс раскрытия информации

Категория 1. Общая информация
<ol style="list-style-type: none">1. Краткая история компании2. Общее описание бизнеса3. Основные продукты / услуги4. Основные рынки деятельности5. Стратегия6. Конкурентное окружение7. Исследования и разработки
Категория 2. Финансовая информация
<ol style="list-style-type: none">1. Наличие финансовой отчетности за последние 5 лет2. Обзор финансовых результатов деятельности и их обоснование3. Динамика курса акций и рыночная капитализация4. Рентабельность собственного капитала

⁹ Требования для акций [Электронный ресурс]. // Московская биржа. — Режим доступа: <https://www.moex.com/a2584> (дата обращения: 25.02.2020).

¹⁰ Требования к корпоративному управлению эмитента, соблюдение которых является условием включения акций в Первый и Второй уровень [Электронный ресурс]. // Московская биржа. — Режим доступа: <https://www.moex.com/a2585> (дата обращения: 25.02.2020).

<ol style="list-style-type: none"> 5. Рентабельность активов 6. Оборачиваемость активов 7. Коэффициенты ликвидности 8. Коэффициенты долговой нагрузки
<p>Категория 3. Информация о корпоративном управлении</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Структура акционерного капитала 2. Позиции, занимаемые членами совета директоров 3. Длительность пребывания членов совета директоров в компании 4. Количество заседаний, на которых присутствовали члены совета директоров 5. Организационная структура
<p>Категория 4. Информация социально-экологического характера</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Численность сотрудников за последние 2 года 2. Причина изменения численности сотрудников за последний год 3. Процентное соотношение сотрудников по полу 4. Кадровая политика 5. Корпоративная социальная ответственность 6. Охрана окружающей среды 7. Социальная политика
<p>Категория 5. Информация о планах и о прогнозах относительно будущей деятельности компании</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Факторы, которые могут повлиять на будущую деятельность и результативность компании 2. Разработка новых продуктов 3. Планируемые капитальные затраты 4. Прогнозируемая финансовая отчетность 5. Прогнозируемый объем продаж 6. Прогнозируемая прибыль

Наличие финансовой отчетности за последние 5 лет оценивалось по шкале от 0 до 1 с шагом 0,2, т.е. при наличии отчетности за 1 год ставилось 0,2, за 2 года — 0,4 и т.д. Показатели рентабельности, ликвидности, долговой нагрузки, прогнозируемой отчетности, выручки и прибыли оценивались либо 0 при отсутствии, либо 1 при наличии. Остальные показатели оценивались либо 0 (отсутствие), либо 0,5 (наличие неполной

информации), либо 1 (наличие). Под наличием неполной информации подразумевается частичное раскрытие изучаемого показателя информации. Например, 0,5 ставилось компании, если в ее отчете указан лишь процент посещения заседаний директорами, а не присутствует таблица, в которой указано количество заседаний, в которых участвовал каждый член совета директоров (в таком случае ставилась 1). Другим примером может быть 0,5 за показатель конкурентного положения компании, если в отчете раскрыты лишь основные конкуренты компании и ее положение относительно них, в то время как компанией не раскрыты ее конкурентные преимущества (в таком случае ставилась 1). Также компания получала 0,5 за показатель «обзор финансовых результатов деятельности и их обоснование», если в рамках данного показателя компания проводит анализ финансовых результатов (то есть отмечает изменение показателей относительно предыдущих периодов, проводит анализ рассчитанных коэффициентов и т.д.), но не указывает причины, лежащие в основе данных изменений (в таком случае компания получала 1). Следуя такой же логике, были расставлены оценки по другим показателям.

2.2 Формирование выборки

Для проведения исследования были отобраны публичные торгуемые на Московской бирже российские компании, так как требования к раскрытию информации публичных и непубличных компаний различаются. Из выборки были исключены финансовые организации, такие как банки, страховые компании и инвестиционные компании, так как указанные компании имеют свои особенности и изучаются отдельно, в результате чего в выборке осталось 160 компаний. Взаимосвязь результативности и индекса раскрытия информации изучалась за период с 2016 по 2018 год, поэтому для построения модели имелось 480 наблюдений.

На рисунке ниже представлена отраслевая принадлежность компаний.

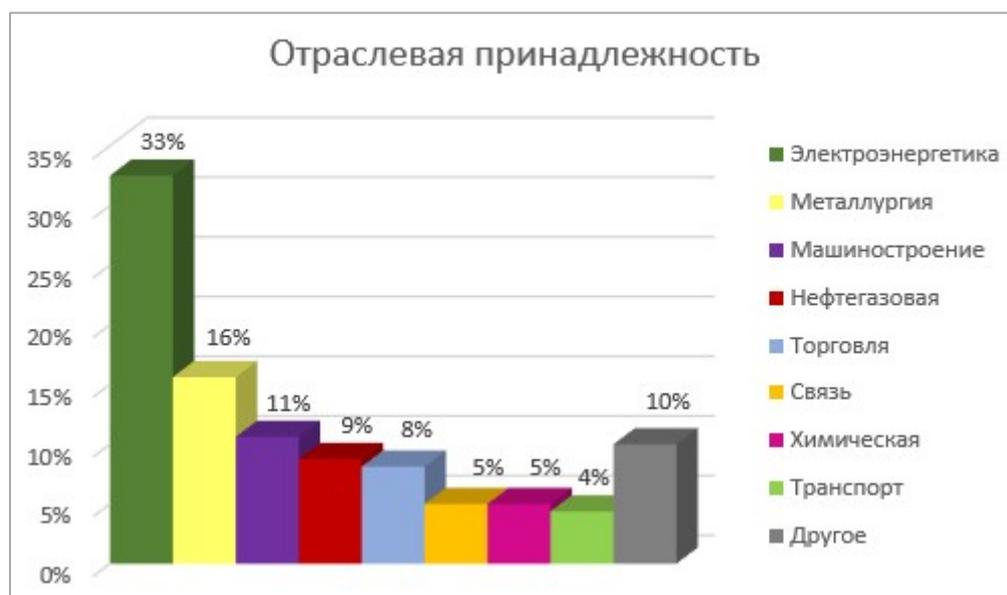


Рис. 2 Отраслевая принадлежность компаний выборки

Исходя из представленного выше графика распределения компаний выборки по отраслям, видно, что наибольшее число компаний принадлежит отрасли электроэнергетики (52 компании), металлургии (добыча и обработка руд — 25 компаний) и машиностроения (17 компаний).

Таким образом, отчетность каждой компании из выборки была оценена по 33 показателям индекса, в результате чего в общем итоге было собрано 15 840 показателей (33 показателя по 160 компаниям за 3 года), на основе которых был построен индекс раскрытия информации 160 российских компаний за 2016-2018 годы.

В процессе работы выборка была очищена от выбросов, после чего осталось 478 наблюдений (159 компаний). Список компаний, использованных в исследовании, приведен в Приложении 2.

2.3 Анализ индекса раскрытия информации

В таблице представлен анализ общего индекса раскрытия информации, а также его 5 категорий. Общий индекс раскрытия информации считался как сумма раскрытых показателей по 5 категориям по аналогии с методом, применяемым в большинстве исследований на данную тематику.

Таблица 4 Анализ индекса раскрытия информации

Показатель	Значение, %					
	INDEX	GEN	FIN	CG	SOCEC	FRWLK
Минимальное значение	4,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Максимальное значение	80,3	100,0	100,0	100,0	100,0	66,7

Показатель	Значение, %					
	INDEX	GEN	FIN	CG	SOCEC	FRWLK
Среднее значение	37,3	47,1	43,8	54,0	35,7	5,0
Медиана	37,9	42,9	43,8	60,0	28,6	0,0

В таблице выше INDEX, GEN, FIN, CG, SOCEC и FRWLK — общий индекс раскрытия информации, общая информация, финансовая информация, информация о корпоративном управлении, информация социально-экологического характера и информация о прогнозах и планах относительно будущей деятельности, соответственно.

В таблице указан процент раскрытия информации, а не абсолютное значение полученного индекса. То есть, например, максимальное значение индекса раскрытия информации на данной выборке составляет 26,5 из 33, то есть 80,3%. Таблица с абсолютными значениями индекса раскрытия информации приведена в Приложении 3.

Анализируя информацию, представленную в таблице выше, можно сказать, что в период с 2016 по 2018 годы индекс добровольного раскрытия финансовой и нефинансовой информации компаний выборки в среднем составил 37,3%, причем индекс примерно половины компаний ниже среднего значения по выборке, а половины компаний — выше. Стоит отметить, что приблизительно половина компаний, имеющих индекс раскрытия информации выше среднего уровня, принадлежит отрасли электроэнергетики. Минимальное и максимальное значения индекса составили 4,2% (ПАО «Тантал») и 80,3% (ПАО «Газпром нефть») соответственно, что говорит о больших различиях в уровне добровольного раскрытия информации российскими компаниями.

Что касается категорий индекса раскрытия информации, то можно заметить, что в среднем в большей степени компании раскрывают информацию о корпоративном управлении (54,0%), общую информацию (47,1%) и финансовую информацию (43,8%). Стоит отметить, что больше половины компаний раскрывают общую информацию ниже среднего уровня, а информацию о корпоративном управлении — выше среднего уровня.

В свою очередь, 75% компаний раскрывают информацию о прогнозах и планах будущей деятельности меньше, чем на 8%, а максимальный процент раскрытия информации данной категории составляет 66,7%. Данный результат соответствует результату, полученному в исследовании [Wangari, 2014]: категория информации, раскрываемая компаниями в наименьшей степени, — информация о прогнозах будущей деятельности. Из этого можно сделать вывод, что компании предпочитают не публиковать информацию, в которой содержится доля оценки и субъективности.

Сравнить полученные результаты с результатами, полученными в исследованиях по другим странам, не представляется возможным, так как индекс раскрытия информации, построенный в данной работе, является модификацией индексов, использованных в других работах, и, соответственно, отличается от других индексов. Тем не менее, далее приводится информация о раскрытии информации в других странах из исследований, в которых построены различные индексы и которые приведены в Приложениях.

Так, в среднем компании, торгующиеся на Найробийской бирже, добровольно раскрывают 48,7% информации, а средние значения раскрытия информации компаниями по категориям следующие: общая информация — 73,3%, финансовая информация — 47,7%, информация социального аспекта и информация о корпоративном управлении — 70,0% и, наконец, информация о прогнозах относительно будущей деятельности — 52,8% [Wangari, 2014]. Индекс раскрытия информации, построенный в указанном исследовании, приведен в Приложении 4. Он состоит из 4 категорий (общая и стратегическая информация, финансовая информация, информация социального характера и информация о корпоративном управлении, информация и прогнозах относительно будущей деятельности) и 48 показателей.

В исследовании [Hamrouni, 2015] французские компании, торгующиеся на бирже Euronext, в среднем добровольно раскрывают 43,0% информации. Что касается категорий раскрытия информации, то степень раскрытия стратегической информации — 44,6%, финансовой информации — 38,6%, нефинансовой информации — 37,9%, информации о корпоративном управлении — 56,5%. Структура индекса следующая: стратегическая информация (30 показателей), нефинансовая информация (35 показателей), финансовая информация (36 показателей) и информация о корпоративном управлении (11 показателей). Индекс приведен в Приложении 5.

Если посмотреть на степень раскрытия информации в Турции, то среднее значение индекса раскрытия информации турецкими компаниями в исследовании [Aksu, 2005] составляет 41,11%, а раскрытие информации по категориям следующее: информация о структуре собственности — 38,6%, финансовая информация — 64,2%, информация о совете директоров и менеджменте компании — 20,4%. Индекс раскрытия информации приведен в Приложении 6. Он включает в себя 108 показателей по 3 категориям: структура собственности, финансовая информация и информация о совете директоров и менеджменте компании.

Таким образом, можно заметить, что в разных исследованиях строятся различные индексы, тем не менее имеющие схожую структуру и пересекающиеся показатели, а также то, что исследователи приходят к различным выводам.

Если перейти к анализу конкретных показателей, включенных в индекс раскрытия информации в данной работе, то можно сделать следующие выводы.

1. Общая информация:

- 97,5% компаний указывают в годовом отчете общее описание бизнеса;
- 96,4% компаний раскрывают информацию об основных производимых продуктах или оказываемых услугах;
- 58,4% компаний раскрывают информацию о географии деятельности: основные рынки сбыта, регионы производства / присутствия;
- 46,9% отчетов компаний содержат описание стратегии общества;
- 28,5% компаний раскрывают информацию о конкурентном положении: информация о конкурентах, конкурентные преимущества и т.д.;
- 20,1% компаний раскрывают в годовом отчете информацию об инновациях и НИОКР;
- 38,3% компаний публикуют информацию об истории создания и развития общества.

Таким образом, можно сделать вывод, что компании в большей степени раскрывают информацию о своей деятельности, о ее направлениях, географии и стратегии. Меньше половины компаний раскрывают историю компании, конкурентное положение и инновационную деятельность.

2. Финансовая информация:

- У 88,3% компаний имеется отчетность за 5 последних лет; у 10,0% компаний имеется отчетность за 2, 3 или 4 года; у 0,6% компаний отсутствует отчетность за последние 5 лет;
- 62,6% компаний анализируют отчетность и раскрывают основные причины изменений показателей;
- 47,9% компаний публикуют информацию о капитализации и динамике курса акций;
- 45,2% отчетов компаний содержат рассчитанные коэффициенты ликвидности;
- 41,2% отчетов компаний содержат рассчитанные коэффициенты долговой нагрузки;
- 35,8% компаний указывают в отчете рассчитанную рентабельность собственного капитала;
- 24,9% компаний указывают рассчитанную рентабельность активов;

- 5,0% отчетов компаний содержат рассчитанную оборачиваемость активов.

Исходя из информации выше, можно сказать, что почти все компании выборки имеют отчетность за последние 5 лет, больше половины компаний анализируют отчетность. Тем не менее, меньше половины компаний публикуют информацию о динамике курса акций за год, а также указывают в отчете такие показатели, как рентабельность активов и собственного капитала, коэффициенты ликвидности и долговой нагрузки и оборачиваемость активов.

3. Информация о корпоративном управлении:

- 95,0% компаний раскрывают информацию о занимаемых директорами позициях (как в этой компании, так и в других);
- 72,2% компаний раскрывают структуру акционерного капитала;
- 49,6% компаний раскрывают информацию о посещении заседаний совета директоров;
- 33,7% компаний указывают продолжительность присутствия директора в компании;
- 29,1% компаний раскрывают организационную структуру.

Таким образом, большинство компаний раскрывают информацию о структуре акционерного капитала и о занимаемых позициях членами совета директоров. Остальная информация о директорах, а также об организационной структуре обществ раскрывается меньше, чем половиной компаний выборки.

4. Информация социально-экологического характера:

- 56,9% компаний раскрывают кадровую политику;
- 54,8% компаний раскрывают информацию о численности персонала за последние 2 года;
- 49,8% компаний раскрывают информацию об охране окружающей среды;
- 40,4% компаний раскрывают информацию о социальной ответственности (взаимодействие с сообществами, благотворительность и т.д.);
- 19,9% компаний указывают причину изменения численности персонала;
- 19,0% компаний показывает гендерный состав персонала;
- 13,1% отчетов компаний содержат информацию о корпоративной социальной ответственности (соответствие целям устойчивого развития ООН, взаимодействие со стейкхолдерами и т.д.).

Таким образом, большинство компаний раскрывает информацию о кадровой, экологической и социальной политиках.

5. Информация о прогнозах будущей деятельности:

- 20,5% компаний раскрывают факторы, которые могут повлиять на будущую деятельность и результативность компании (прогнозы относительно развития отрасли и т.д.);
- 4,0% компаний раскрывают прогнозируемый объем продаж;
- 3,4% компаний раскрывает планируемые капитальные затраты;
- 3,3% компаний публикуют информацию о разработке новых продуктов;
- 2,3% компаний раскрывает прогнозируемую прибыль;
- 0,4% компаний раскрывает прогнозируемую финансовую отчетность.

Таким образом, можно сделать вывод о том, что компании не стремятся раскрывать информацию о прогнозах и планах относительно будущей деятельности.

Исходя из анализа выше, можно сделать следующие выводы: компании в большой степени раскрывают общую информацию, информацию о корпоративном управлении и финансовую информацию, в то время как информацию социально-экологического характера раскрывают в меньшей степени, а информацию о планах и прогнозах относительно будущей деятельности почти не раскрывают. Степень раскрытия информации может объясняться объективностью информации: компании не склонны публиковать информацию, которая содержит оценку и субъективность. Напротив, общая информация, такая как основные продукты или география деятельности компании может быть легко раскрыта, так как не несет никакой субъективности.

2.3.1 Взаимосвязь индекса раскрытия информации и отрасли

[Talha, 2016] в своем исследовании подтвердил гипотезу о том, что тип отрасли влияет на степень раскрытия информации компаниями. Это связано с тем, что компании разных отраслей находятся под разной степенью наблюдения и влияния со стороны заинтересованных сторон (например, активистов-экологов и медиа), а также связано со спецификой деятельности отрасли. Исходя из данного вывода, индекс раскрытия информации и его категории были рассмотрены отдельно в разрезе разных отраслей. Результаты анализа представлены в таблице ниже.

Таблица 5 Описательная статистика индекса по отраслям

Отрасль	Среднее значение индекса раскрытия информации, %					
	INDEX	GEN	FIN	CG	SOCEC	FRWLK
Электроэнергетика	47,0	58,6	56,3	66,0	48,6	3,3
Металлургия	30,9	37,1	37,5	48,0	30,0	5,0
Машиностроение	30,9	41,4	35,0	42,0	31,4	5,0

Отрасль	Среднее значение индекса раскрытия информации, %					
	INDEX	GEN	FIN	CG	SOCEC	FRWLK
Нефтегазовая	39,1	55,7	36,3	56,0	41,4	8,3
Торговля	30,9	40,0	40,0	46,0	21,4	6,7
Связь	38,4	50,0	38,8	60,0	35,7	11,7
Химическая	36,4	41,4	45,0	54,0	37,1	3,3
Транспорт	44,8	50,0	53,8	60,0	51,4	6,7

В среднем, компании отраслей электроэнергетики и транспорта добровольно раскрывают информацию в большем объеме по сравнению с другими отраслями: 47,0% и 44,8%, соответственно. В то же время, среднее значение индекса раскрытия информации компаний металлургии, машиностроения и торговли меньше остальных — 30,9%. Если сравнить индекс раскрытия информации по отраслям с общим индексом, который составляет 37,3%, то лишь 4 отрасли из 8 (а именно электроэнергетика, нефтегазовая отрасль, связь и транспорт), не считая компании других отраслей, раскрывают информацию в большей степени, чем среднее значение по выборке.

Если говорить о категориях индекса, то общую информацию в большей степени раскрывают компании электроэнергетики, связи, транспорта и нефтегазовой отрасли; финансовую — компании электроэнергетики, транспорта и химической отрасли; информацию о корпоративном управлении — компании электроэнергетики, транспорта и связи; информацию социально-экологического характера — компании транспорта и электроэнергетики с достаточно большим отрывом от других отраслей; и, наконец, информацию о прогнозах и планах будущей деятельности — компании связи и нефтегазовой отрасли.

Анализ выше показывает, что установленная в исследовании [Talha, 2016] разница в раскрытии информации компаниями разных отраслей имеет место быть и в российских реалиях.

Если говорить о раскрытии информации конкретными компаниями, то «лидером» раскрытия информации среди всех компаний выборки является ПАО «Газпром нефть» (нефтегазовая отрасль) в 2018 году, индекс раскрытия которой составляет 80,3%, в то время как компания, добровольно раскрывающая наименьшее количество информации, — ПАО «Тантал» (отрасль машиностроения) также в 2018 году, которая раскрывает 4,2% информации. В таблице ниже приведена информация по компаниям с наибольшими и наименьшими индексами раскрытия информации по отраслям за период с 2016 по 2018 годы.

Таблица 6 Индексы раскрытия информации компаний разных отраслей

Отрасль	Компания с наибольшим индексом	Значение индекса, %	Компания с наименьшим индексом	Значение индекса, %
Электроэнергетика	ПАО «Интер Рао»	78,8	ПАО «Челябэнерго сбыт»	9,1
Металлургия	ПАО «Норильский никель»	65,2	ПАО «Комбинат Южуралникель»	7,6
Машиностроение	ПАО «КАМАЗ»	65,1	ПАО «Объединенная авиастроительная компания»	10,1
Нефтегазовая	ПАО «Газпром нефть»	80,3	ПАО «Варьеганнефтегаз»	10,1
Торговля	ПАО «Магнит»	53,0	ПАО «Сибирский гостинец»	17,9
Связь	ПАО «МТС»	72,7	ПАО «Морион»	11,5
Химическая	ПАО «Акрон»	60,6	ПАО «Химпром»	6,1
Транспорт	ПАО «Аэрофлот»	66,7	ПАО «Глобалтрак менеджмент»	24,8

Исходя из информации в таблице, можно отметить, что максимальные значения индексов по отраслям варьируются примерно от 53% до 80%, в то время как минимальные значения разнятся от 6% до 24%. Данный факт еще раз доказывает различия в степени раскрытия информации компаниями различных отраслей.

2.3.2 Взаимосвязь индекса раскрытия информации и размера компании

Результаты исследования [Barako, 2007] установили, что компании большего размера и с большим долгом раскрывают добровольную информацию в большей степени. Данная взаимосвязь была исследована на выборке российских компаний путем построения регрессии, где в качестве зависимой переменной выступал индекс раскрытия информации, а в качестве независимых — размер компании, измеряемый натуральным логарифмом активов, и леверидж, как отношение общего долга компании к ее общим активам. Результаты построенной регрессии приведены в таблице ниже.

Таблица 7 Результаты оценивания параметров регрессионной модели

Переменная	Коэффициент	P-value
$SIZE_{it}$	0,5583	0,000
LEV_{it}	0,0171	0,861
<i>constant</i>	-0,5715	0,875
R^2	0,1565	—
Probability > F	—	0,000

Исходя из результатов, приведенных в таблице, можно сделать вывод, что модель является статистически значимой (значение p-value 0,000) и объясняющая сила модели составляет примерно 15,7%. Кроме того, переменная, характеризующая размер компании, значима, а значение коэффициента перед ней положительно. Таким образом, можно сделать вывод, что, чем больше компания, тем больше ее индекс добровольного раскрытия информации. Что касается взаимосвязи долга компании и индекса раскрытия информации, то в данном случае переменная не значима, поэтому вывод о взаимосвязи сделать невозможно.

Кроме того, были построены регрессионные модели, где в качестве независимых переменных также фигурировали размер компании и ее левверидж, а в качестве зависимой выступала одна из 5 категорий индекса. Результаты получились следующие: между размером компании и раскрытием общей информации, информации о корпоративном управлении, информации социально-экологического характера, а также информации о прогнозах и планах будущей деятельности существует прямая статистически значимая взаимосвязь. Взаимосвязь раскрытия информации и леввериджа компании оказалась также незначимой, а модель, где в качестве зависимой переменной выступала категория раскрытия финансовой информации, оказалась статистически незначимой.

Таким образом, результаты, полученные в данном исследовании, лишь частично совпадают с результатами, полученными [Barako, 2007]. Это может объясняться особенностями выборки компании, а также национальными особенностями раскрытия информации в Российской Федерации и Кении.

2.3.3 Динамика раскрытия информации российскими компаниями

В таблице ниже приведены средние значения индекса раскрытия информации в целом, а также по категориям за период с 2016 по 2018 годы.

Таблица 8 Описательная статистика индекса по годам

Год	Среднее значение индекса раскрытия информации, %
-----	--

	INDEX	GEN	FIN	CG	SOCEC	FRWLK
2016	35,8	42,9	46,3	54,0	31,4	3,3
2017	36,4	47,1	45,0	54,0	34,3	5,0
2018	40,0	52,9	42,5	56,0	41,4	8,3

Исходя из информации в таблице, можно проследить, что добровольное раскрытие информации компаниями выборки увеличивается с каждым годом. Стоит отметить, что все категории информации, за исключением финансовой информации, стали раскрываться в большей степени. Значение общего индекса раскрытия информации также выросло с 2016 по 2018 годы с 36,8% до 40%. Из этого можно сделать вывод о положительной тенденции в отношении увеличения степени добровольного раскрытия информации российскими компаниями.

2.4 Построение многофакторной регрессионной модели

Исходя из выдвинутых ранее гипотез, регрессионные модели выглядят следующим образом:

$$Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 SIZE_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 INDEX_{it} + e_{it},$$

где в качестве независимой переменной выступает общий индекс раскрытия информации;

$$Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 SIZE_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 GEN_{it} + \beta_4 FIN_{it} + \beta_5 CG_{it} + \beta_6 SOCEC_{it} + \beta_7 FRWLK_{it} + e_{it},$$

где в качестве независимых переменных выступают категории раскрытия информации.

В модели используются следующие обозначения:

Q_{it} — коэффициент Тобина компании i в год t ,

$SIZE_{it}$ — размер компании i в год t ,

LEV_{it} — леверидж компании i в год t ,

$INDEX_{it}$ — общий индекс раскрытия информации компании i в год t ,

GEN_{it} — уровень раскрытия общей информации компании i в год t ,

FIN_{it} — уровень раскрытия финансовой информации компании i в год t ,

CG_{it} — уровень раскрытия информации о корпоративном управлении компании i в год t ,

$SOCEC_{it}$ — уровень раскрытия информации социально-экологического характера компании i в год t ,

$FRWLK_{it}$ — уровень раскрытия информации о прогнозах относительно будущей деятельности компании i в год t ,

β_i – параметр модели для компании i ,

e_{it} – остатки модели, то есть все неучтенные факторы.

2.5 Результаты исследования

В таблице ниже приведена описательная статистика переменных, использованных в регрессионной модели для изучения взаимосвязи финансовой результативности и индекса раскрытия финансовой и нефинансовой информации.

Таблица 9 Описательная статистика переменных

Переменная	Среднее значение	СКО	Минимальное значение	Максимальное значение
Q_{it}	0,9680	0,5370	0,0000	2,7715
$SIZE_{it}$	24,0681	2,4485	0,0000	30,3870
LEV_{it}	0,5194	0,3214	0,0000	1,5796
$INDEX_{it}$	12,3293	5,7013	1,4000	26,5000
GEN_{it}	3,3021	1,6400	0,0000	7,0000
FIN_{it}	3,5133	1,9033	0,0000	8,0000
CG_{it}	2,7230	1,2180	0,0000	5,0000
$SOCEC_{it}$	2,4844	2,1234	0,0000	7,0000
$FRWLK_{it}$	0,3094	0,6467	0,0000	4,0000

Коэффициент Тобина принимает значения от 0 до 2,77 со средним значением 0,97. Это означает, что в среднем по выборке компании ценятся рынком на уровне их балансовой стоимости.

Размер компании измеряется натуральным логарифмом активов, и разброс значений логарифма составляет от 0 до 30,39. Леверидж компании в среднем равен 0,52, то есть долг компании равен приблизительно половине стоимости общих активов.

Подробная описательная статистика индекса раскрытия информации и категорий индекса раскрытия информации приведена в параграфе 2.3.

Далее строится регрессионная модель с контрольными переменными. Результаты оценивания параметров и модели приведены в таблице ниже.

Таблица 10 Результаты оценивания регрессионной модели с контрольными переменными

Переменная	Коэффициент	P-value
$SIZE_{it}$	0,0282	0,001
LEV_{it}	0,7780	0,000

Переменная	Коэффициент	P-value
<i>constant</i>	-0,1146	0,624
R^2	0,1855	—
Probability > F	—	0,000

Исходя из значения p-value, можно сделать вывод о том, что модель статистически значима, объясняющая сила модели равна примерно 18,6%. Обе контрольные переменные значимы на уровне значимости 5%, следовательно, можно сделать вывод о том, что более крупная компания с большим уровнем долга имеет более высокий коэффициент Тобина. Следовательно, если при построении регрессионной модели, изучающей взаимосвязь между финансовой результативностью и индексом раскрытия информации, знак оценок параметров перед контрольными переменными останется тем же, можно будет говорить о робастности построенной модели.

Теперь можно перейти к построению регрессионной модели, изучающей взаимосвязь финансовой результативности и индекса раскрытия финансовой и нефинансовой информации. Для начала строится модель, изучающая взаимосвязь между результативностью деятельности компании и общим индексом раскрытия информации. Результаты приведены в таблице ниже.

Таблица 11 Результаты оценивания параметров регрессионной модели

Переменная	Коэффициент	P-value
$SIZE_{it}$	0,0230	0,017
LEV_{it}	0,6851	0,000
$INDEX_{it}$	0,0064	0,072
<i>constant</i>	-0,0217	0,925
R^2	0,1898	—
Probability > F	—	0,000

P-value модели равно 0,000, следовательно, можно сделать вывод о значимости модели. Объясняющая сила модели составляет приблизительно 19%, направление взаимосвязи между результирующей переменной и контрольными переменными остались прежними, поэтому делается вывод о робастности модели. Общий индекс раскрытия информации значим на уровне 10%, причем знак перед оценкой параметра положительный, из чего делается вывод, что между результативностью деятельности компании и индексом раскрытия финансовой и нефинансовой информации существует прямая, статистически значимая взаимосвязь. Таким образом, первая гипотеза подтверждается.

Теперь можно приступить к построению регрессионной модели, изучающей взаимосвязь результативности деятельности компаний и категорий раскрытия информации. Для этого необходимо выбрать правильную спецификацию модели для панельных данных. Для этого были последовательно проведены тесты Вальда, Бреуша-Пагана и Хаусмана. Результаты теста Вальда показали необходимость выбора модели с фиксированными эффектами при выборе между сквозной регрессией и регрессией с фиксированными эффектами.

Стоит также отметить, что при построении сквозной регрессии был проведен тест на наличие мультиколлинеарности в модели, результаты которого приведены в таблице ниже.

Таблица 12 Проверка модели на наличие мультиколлинеарности

Переменная	VIF _j
<i>SOCEC_{it}</i>	2,23
<i>GEN_{it}</i>	2,05
<i>CG_{it}</i>	1,82
<i>FIN_{it}</i>	1,41
<i>SIZE_{it}</i>	1,31
<i>FRWLK_{it}</i>	1,08
<i>LEV_{it}</i>	1,03

Из результатов теста видно, что все значения VIF_j находятся в диапазоне от 1,03 до 2,23 (критический уровень 4, по другим источникам — 8), следовательно, в модели отсутствует мультиколлинеарность.

Далее, при выборе между моделью со случайными эффектами и сквозной регрессией результаты теста Бреуша-Пагана определили правильность выбора модели со случайными эффектами.

Наконец, тест Хаусмана показал, что модель с фиксированными эффектами предпочтительнее модели со случайными эффектами. Таким образом, изучение взаимосвязи результативности деятельности компаний и индекса раскрытия финансовой и нефинансовой информации происходит посредством построения модели с фиксированными эффектами по панельным данным. Результаты построения модели приведены в таблице ниже.

Таблица 13 Результаты оценивания регрессионной модели

Переменная	Коэффициент	P-value
------------	-------------	---------

Переменная	Коэффициент	P-value
$SIZE_{it}$	0,0373	0,032
LEV_{it}	0,5832	0,000
GEN_{it}	-0,0983	0,010
FIN_{it}	0,0515	0,047
CG_{it}	0,0995	0,040
$SOCEC_{it}$	-0,0079	0,787
$FRWLK_{it}$	0,0553	0,433
<i>constant</i>	-0,3598	0,373
R^2	0,2137	—
Probability > F	—	0,000

Исходя из результатов, представленных в таблице, делается вывод о значимости модели; ее объясняющая сила составляет 21,4%. Значимость и знаки параметров перед контрольными переменными остались прежними, что говорит о робастности модели.

Таким образом, можно приступить к интерпретации результатов построенной модели. Три категории индекса раскрытия информации, кроме информации социально-экологического характера и информации о прогнозах будущей деятельности, значимы на уровне значимости 10%. В среднем, при прочих равных условиях, если компания раскроет на 1 показатель финансовой информации больше, коэффициент Тобина (то есть ее результативность) увеличится на 0,0515. То же самое происходит и с информацией о корпоративном управлении: при увеличении раскрытия информации данной категории, результативность компании увеличивается. Таким образом, третья и четвертая гипотезы подтверждаются. Полученный результат совпадает с результатами исследований [Wangari, 2014; Naran, 2013; Aksu, 2003] и др.

Что касается категории раскрытия общей информации, то результаты данного исследования показывают, что между финансовой результативностью и раскрытием общей информации существует обратная взаимосвязь. Данный результат согласуется с результатами, полученными [Wangari, 2014; Naran, 2013]. Исследователи приходят к выводу, что компаниям стоит фокусироваться на раскрытии финансовой информации и информации о корпоративном управлении, так как рынок больше ценит данные категории информации.

Далее в модель были введены фиктивные временные переменные $d2018$, $d2017$ и $d2016$, чтобы учесть временные эффекты. Результаты включения данных переменных в модель приведены в таблице ниже.

Таблица 14 Результаты оценивания регрессионной модели

Переменная	Коэффициент	P-value
$SIZE_{it}$	0,0373	0,032
LEV_{it}	0,5832	0,000
GEN_{it}	-0,0983	0,010
FIN_{it}	0,0515	0,047
CG_{it}	0,0995	0,040
$SOCEC_{it}$	-0,0079	0,787
$FRWLK_{it}$	0,0553	0,433
$d2017$	0,0817	0,026
$d2018$	0,0838	0,029
<i>constant</i>	-0,3598	0,373
R^2	0,2168	—
Probability > F	—	0,000

Значимость модели и переменных осталась, введенные временные переменные также значимы на уровне значимости 10%, причем знак коэффициента перед ними положительный. Это означает, что результативность деятельности компаний в 2018 и 2017 годах была выше, чем в 2016 году.

Наконец, построенная модель была протестирована на отраслевых подвыборках для изучения взаимосвязи между результативностью деятельности компаний и индексом раскрытия информации в каждой отдельной отрасли.

Стоит отметить, что модель тестировалась на подвыборках тех отраслей, в которых имелось достаточное количество наблюдений, а именно на отрасли электроэнергетики (156 наблюдений), нефтегазовой отрасли (75 наблюдений) и машиностроения (48 наблюдений). Результаты построения регрессионной модели для отрасли электроэнергетики представлены в таблице ниже.

Таблица 15 Результаты оценивания регрессионной модели

Переменная	Коэффициент	P-value
$SIZE_{it}$	0,0013	0,858
LEV_{it}	0,6939	0,000
GEN_{it}	-0,0516	0,012
FIN_{it}	0,0045	0,693
CG_{it}	0,0220	0,210

Переменная	Коэффициент	P-value
<i>SOCEC_{it}</i>	0,0041	0,722
<i>FRWLK_{it}</i>	0,0060	0,893
<i>constant</i>	-0,5295	0,015
<i>R²</i>	0,4726	—
Probability > F	—	0,000

Из результатов оценивания регрессионной модели видно, что модель статистически значима: 47,26% изменения результативности деятельности компании объясняется включенными в модель переменными. Также знаки коэффициентов перед контрольными переменными остались прежними, что говорит о робастности модели. Результаты показывают, что переменная «степень раскрытия общей информации» значима, причем знак коэффициента перед ней отрицателен, что согласуется с ранее изложенными выводами и говорит о том, что компаниям из данной отрасли стоит в большей степени раскрывать другие категории информации.

В таблице ниже приведены результаты тестирования модели для нефтегазовой отрасли.

Таблица 16 Результаты оценивания регрессионной модели

Переменная	Коэффициент	P-value
<i>SIZE_{it}</i>	0,0073	0,621
<i>LEV_{it}</i>	0,6620	0,005
<i>GEN_{it}</i>	0,0671	0,348
<i>FIN_{it}</i>	0,0869	0,133
<i>CG_{it}</i>	0,0767	0,262
<i>SOCEC_{it}</i>	0,2197	0,022
<i>FRWLK_{it}</i>	-0,0329	0,811
<i>constant</i>	-0,0361	0,914
<i>R²</i>	0,3017	—
Probability > F	—	0,000

Модель значима, ее объясняющая сила — 30,17%, знаки коэффициентов перед контрольными переменными также не изменились, из чего делается вывод о робастности модели. Переменная, обозначающая раскрытие компанией информации социально-экологического характера, значима, из чего можно сделать вывод о том, что чем больше компания из нефтегазовой отрасли добровольно раскрывает информацию данной

категории, тем выше ее результативность. Это может объясняться теорией легитимности: общество ожидает от компаний данной отрасли социально ответственного поведения из-за специфики их деятельности, в связи с чем добровольное раскрытие информации данной категории может служить сигналом удовлетворения общественных ожиданий.

Наконец, строится модель на подвыборке компаний отрасли машиностроения. Результаты представлены в таблице ниже.

Таблица 17 Результаты оценивания регрессионной модели

Переменная	Коэффициент	P-value
$SIZE_{it}$	0,0184	0,246
LEV_{it}	0,5541	0,031
GEN_{it}	-0,0018	0,989
FIN_{it}	-0,0096	0,914
CG_{it}	0,0432	0,438
$SOCEC_{it}$	0,0211	0,755
$FRWLK_{it}$	0,2457	0,057
<i>constant</i>	0,1268	0,619
R^2	0,3823	—
Probability > F	—	0,000

Модель является значимой и робастной, объясняющая сила составляет 38,23%. Переменная, отвечающая за степень раскрытия информации о планах и прогнозах относительно будущей деятельности компании, значима, знак коэффициента перед ней положителен, значит, чем в большей степени компания отрасли машиностроения раскрывает данную категорию информации, тем выше ее результативность.

Таким образом, тестирование модели на отраслевых подвыборках показало следующее: компаниям отрасли электроэнергетики следует в большей степени раскрывать все категории информации, кроме общей информации; компании нефтегазовой отрасли могут повышать свою результативность за счет увеличения степени добровольного раскрытия информации социально-экологического характера; наконец, компаниям из отрасли машиностроения следует в большей степени раскрывать информацию о планах относительно будущей деятельности.

Выводы

Для изучения наличия взаимосвязи между результативностью деятельности компании и индексом раскрытия информации была построена многофакторная

регрессионная модель по панельным данным. Предварительно был построен индекс раскрытия информации по 5 категориям раскрываемой информации: общая информация, финансовая информация, информация о корпоративном управлении, информация социально-экологического характера, а также информация о прогнозах относительно будущей деятельности компании. Каждая категория раскрываемой информации включила в себя 7, 8, 5, 7 и 6 показателей, соответственно, а общий индекс раскрытия информации строился путем суммирования по категориям раскрываемой информации (максимальное значение индекса, таким образом, составило 33).

Для изучения взаимосвязи были отобраны 160 публичных торгуемых российских компаний за исключением финансовых организаций, период исследования — 2016-2018 годы. Таким образом, исследование проводилось на 480 наблюдениях. После очищения выбросов число наблюдений в выборке сократилось до 478. Исследование проводилось на основе собранных 15 840 показателей добровольно раскрываемой информации за 2016-2018 годы. Было установлено, что в среднем компании добровольно раскрывают 37,3% информации, причем в большей степени раскрывается информация о корпоративном управлении, общая и финансовая информация. Также было выявлено, что компании разных отраслей раскрывают информацию на добровольной основе в разной степени, а также, что чем больше компания по размеру, тем больше степень раскрытия информации.

В регрессионную модель в качестве зависимой переменной был включен коэффициент Тобина, измеряющий результативность деятельности компании; в качестве контрольных переменных — размер и леверидж компании; в качестве независимых переменных — в первом случае общий индекс раскрытия информации, а затем — 5 категорий раскрываемой информации. В отношении взаимосвязи были выдвинуты гипотезы о наличии прямой взаимосвязи между зависимой и всеми независимыми переменными.

Результаты построения регрессионных моделей показали, что более крупная компания с большим левериджем и добровольно раскрывающая информацию в большей степени демонстрирует лучшую финансовую результативность. Также было установлено, что, чем больше степень добровольного раскрытия финансовой информации и информации о корпоративном управлении компанией, тем выше ее результативность. Кроме того, было выявлено наличие обратной взаимосвязи между результативностью и раскрытием общей информации, из чего был сделан вывод о необходимости компаний фокусироваться на раскрытии упомянутых выше категорий информации. Более того, между результативностью деятельности компаний и раскрытием информации социально-экологического характера, а также информации о прогнозах будущей деятельности было

установлено отсутствие взаимосвязи. Что касается динамики результативности деятельности компаний, было выявлено, что в 2018 и 2017 годах она стала выше по сравнению с 2016 годом. Наконец, тестирование модели на отраслевых подвыборках показало следующее: компаниям отрасли электроэнергетики следует больше раскрывать все категории информации в отличие от общей информации; компании нефтегазовой отрасли могут повышать свою результативность за счет большего раскрытия информации социально-экологического характера; компаниям из отрасли машиностроения следует в большем объеме раскрывать информацию о планах относительно будущей деятельности.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В процессе выполнения работы было установлено, что раскрытие информации — это предоставление различных сведений о деятельности компании, доступ к которым является свободным для любых заинтересованных лиц, независимо от целей использования информации. Целью раскрытия информации является донесение информации до заинтересованных лиц с тем, чтобы они могли принимать взвешенные решения об участии в компании или других действиях, которые способны повлиять на финансовое состояние компании.

Раскрытие информации делится на обязательное и добровольное. Обязательное раскрытие информации регламентируется такими документами, как Положениями Банка России, статьями ФЗ «Об акционерных обществах», требованиями Московской биржи, в то время как степень добровольного раскрытия информации определяется каждой компанией самостоятельно. Чаще всего в исследованиях выделяют 4 укрупненные категории добровольно раскрываемой информации: общая и стратегическая информация о компании, финансовая информация, информация социально-экологического характера и информация о корпоративном управлении, а также информация о прогнозах будущей деятельности компании (forward-looking disclosure).

В целом раскрытие информации отражается в нескольких теориях, а именно в агентской и сигнальной теориях, а также в теории легитимности и теории стейкхолдеров.

Что касается результативности деятельности компании, то данное понятие многоаспектно и может по-разному интерпретироваться, но, говоря в общем, оно отражает степень достижения запланированного результата посредством проведенной деятельности. На результативность деятельности компании влияет множество факторов, и она также измеряется различными способами. Например, чтобы оценить финансовое положение компании, измеряется система показателей, в которые могут входить ее ликвидность, рентабельность, финансовая устойчивость и другие показатели. Кроме того, результативность компании может быть измерена бухгалтерскими показателями, такими как рентабельность продаж, активов, собственного капитала, либо рыночными показателями, такими как коэффициент Тобина и др.

В процессе написания работы был также проведен анализ эмпирических исследований на тему взаимосвязи результативности деятельности компании и индекса раскрытия информации, на основе чего был построен индекс раскрытия финансовой и нефинансовой информации в данной работе. Он включил в себя 5 категорий информации:

общая информация (7 показателей), финансовая информация (8 показателей), информация о корпоративном управлении (5 показателей), информация социально-экологического характера (7 показателей), а также информация о прогнозах будущей деятельности компании (6 показателей). Стоит отметить, что часто фигурирующая в исследованиях категория «информация социально-экологического характера и информация о корпоративном управлении» была разделена на две, для того чтобы изучить взаимосвязь результативности деятельности компании и каждой из категорий отдельно. Общий индекс измерялся простым суммированием раскрываемой информации по всем категориям, таким образом, достигая максимального значения — 33. В процессе анализа собранных данных было установлено, что в среднем компании добровольно раскрывают 37% информации, причем в большей степени это информация о корпоративном управлении, общая и финансовая информация. Также было выявлено, что компании, принадлежащие разным отраслям, добровольно раскрывают информацию в разной степени: например, компании, оперирующие в отрасли электроэнергетики и транспорта, раскрывают информацию в большей степени по сравнению с компаниями других отраслей. Также было выявлено, что более крупная по размеру компания раскрывает информацию на добровольной основе в большем объеме. Наконец, была установлена положительная тенденция в отношении увеличения раскрытия информации российскими компаниями с течением времени.

Для изучения наличия и направления взаимосвязи между результативностью деятельности компании и индексом раскрытия информации была построена регрессионная модель с фиксированными эффектами по панельным данным (раскрытие информации 160 компаниями за 2016-2018 годы), где в качестве зависимой переменной выступал коэффициент Тобина, измеряющий результативность деятельности компании, а в качестве независимых переменных 2 контрольные переменные (размер и леверидж фирмы, измеряемые натуральным логарифмом активов компании и отношением долга к общим активам, соответственно) и общий индекс раскрытия информации. Далее, для более детального изучения взаимосвязи была построена модель, где в качестве независимых переменных выступали 5 категорий индекса раскрытия информации.

Результаты эмпирического исследования показали, что между результативностью деятельности компаний и общим индексом раскрытия финансовой и нефинансовой информации существует прямая, статистически значимая взаимосвязь. Из этого следует, что, чем в большей степени компания добровольно раскрывает информацию, тем выше результативность ее деятельности.

Далее, модель, изучающая взаимосвязь между результативностью деятельности компаний и категориями раскрытия информации, оказалась статистически значимой; переменные, включенные в модель, объясняют примерно 21,4% изменения зависимой переменной. Между результативностью деятельности компании и ее размером, ее леввериджем, раскрытием финансовой информации и информации о корпоративном управлении выявлена прямая статистически значимая взаимосвязь, из чего можно сделать вывод, что более крупная компания, с большим долгом и раскрывающая больше финансовой информации и информации о корпоративном управлении показывает лучшую результативность. Взаимосвязь между результативностью деятельности компании и раскрытием информации социально-экологического характера, а также информации о прогнозах будущей деятельности оказалась незначимой.

Также была выявлена обратная взаимосвязь между результативностью деятельности компании и раскрытием общей информации, что согласуется с другими исследованиями на данную тематику. Из этого делается вывод, что компаниям стоит фокусироваться на раскрытии финансовой информации и информации о корпоративном управлении, что ценится рынком в большей степени.

Касательно динамики результативности деятельности компаний — в 2018 и 2017 годах она стала выше по сравнению с 2016 годом.

Наконец, тестирование модели на отраслевых подвыборках показало следующее: компаниям отрасли электроэнергетики следует в большей степени раскрывать все категории информации, за исключением общей информации; компании нефтегазовой отрасли могут повышать свою результативность за счет большего раскрытия информации социально-экологического характера; компаниям из отрасли машиностроения следует в большем объеме раскрывать информацию о планах относительно будущей деятельности.

Стоит отметить, что индекс раскрытия информации, построенный в данной работе, не охватывает всю теоретически возможную добровольно раскрываемую информацию, в связи с чем есть возможность модифицировать и расширить индекс раскрытия информации и изучить его взаимосвязь с результативностью деятельности компании более емко. Кроме того, отдельный интерес представляет изучение взаимосвязи результативности деятельности компании с каждой отдельно взятой категорией добровольно раскрываемой информацией, что подразумевает более детальное изучение каждой категории информации и включение более широкого круга показателей. Также стоит отметить, что возможно построение взвешенного индекса информации, в котором каждой категории информации будет присваиваться определенный коэффициент исходя из определенных предположений, для чего требуется отдельное изучение литературы на

тему того, как рынок воспринимает каждую категорию информации. Наконец, представляет интерес изучить раскрытие информации на более длительном периоде времени для прослеживания динамики взаимосвязи полной картины.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ

1. Баймухамедова А. М. Раскрытие корпоративной информации: преимущества и недостатки / А. М. Баймухамедова, Г. С. Баймухамедова // Управленец. — 2015. — № 5. — С. 8-14.
2. Березинец И. В. Индекс раскрытия информации: взаимосвязь с финансовой результативностью / И. В. Березинец, Ю. Б. Ильина // Корпоративные финансы. — 2009. — Т. 10, № 2. — С. 28-39.
3. Давыдкина А. В. Развитие механизмов раскрытия информации / А. В. Давыдкина // Экономика и управление. — 2011. — Т. 65, № 3. — С. 41-46.
4. Интерфакс — сервер раскрытия информации [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <https://www.e-disclosure.ru/#> (дата обращения: 09.01.2020).
5. Календарь раскрытия информации (документов) на 2019 год (эмитентами) [Электронный ресурс]. // Московская биржа. — Режим доступа: <https://fs.moex.com/files/16151> (дата обращения: 25.09.2019).
6. Кривоногова И. В. Раскрытие информации акционерными обществами: понятие, цель, принципы, порядок и сроки / И. В. Кривоногова // Бизнес, менеджмент и право. — 2009. — Т. 1, № 2. — С. 35-37.
7. Положение Банка России от 30.12.2014 № 454-П (ред. от 25.05.2018) «О раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг». Глава 69. Общие положения об обязательном раскрытии информации акционерными обществами [Электронный ресурс]. // — Режим доступа: <http://www.consultant.ru/> (дата обращения: 25.09.2019).
8. Положение Банка России от 30.12.2014 № 454-П (ред. от 25.05.2018) «О раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг». Глава 70. Раскрытие годового отчета [Электронный ресурс]. // — Режим доступа: <http://www.consultant.ru/> (дата обращения: 09.01.2020).
9. Распоряжение ФКЦБ РФ от 04.04.2002 № 421/р «О рекомендации к применению Кодекса корпоративного поведения». Глава 7. Раскрытие информации об обществе [Электронный ресурс]. // — Режим доступа: <http://www.consultant.ru/> (дата обращения: 25.09.2019).
10. Ружанская Л. С. Раскрытие информации российскими компаниями: результаты эмпирического исследования / Л. С. Ружанская // Российский журнал менеджмента. — 2010. — Т. 8, № 3. — С. 35-56.

11. Стецюк Н. М. Методы оценки результативности функционирования компании / Н. М. Стецюк // Экономика и управление. — 2011. — Т. 66, № 4. — С. 60-64.
12. Требования для акций [Электронный ресурс]. // Московская биржа. — Режим доступа: <https://www.moex.com/a2584> (дата обращения: 25.02.2020).
13. Требования к корпоративному управлению эмитента, соблюдение которых является условием включения акций в Первый и Второй уровень [Электронный ресурс]. // Московская биржа. — Режим доступа: <https://www.moex.com/a2585> (дата обращения: 25.02.2020).
14. Федеральный закон от 26.12.1995 № 208-ФЗ (ред. 04.11.2019) «Об акционерных обществах». Статья 92. Обязательное раскрытие обществом информации [Электронный ресурс]. // — Режим доступа: <http://www.consultant.ru/> (дата обращения: 02.02.2020).
15. Федеральный закон от 22.04.1996 № 39-ФЗ (ред. от 27.12.2019) «О рынке ценных бумаг». Статья 30. Раскрытие информации. [Электронный ресурс]. // — Режим доступа: <http://www.consultant.ru/> (дата обращения: 25.09.2019).
16. Achim M-V. Business performances: between profitability, return and growth / M-V. Achim, B. Sorin // Economic Sciences Series. — 2008. — Vol. 2, N. 12. — P. 2-12.
17. Adam E.E. Alternative quality improvement practices and organization performance / E. E. Adam // Journal of Operations Management. — 1994. — Vol. 1, N. 1. — P. 27-44.
18. Aksu M. H. The Relationship between transparency and disclosure and firm performance in the ISE: does IFRS adoption make a difference? / M. H. Aksu, A. Kosedag // SSRN Electronic Journal. — 2005. — Vol. 1, N. 1— P. 2-35.
19. Armitage S. Corporate disclosure, cost of capital and reputation: evidence from finance directors / S. Armitage, C. Marston // British Accounting Review. — 2008. — Vol. 40, N. 1. — P. 314-336.
20. Arvidsson S. Disclosure of non-financial information in the annual report / S. Arvidsson // Journal of Intellectual Capital. — 2011. — Vol. 12, N. 2. — P. 277-300.
21. Bain J. S. Relation of profit rate to industry concentration: American manufacturing / Bain J. S. // The quarterly Journal of Economics. — 1951. — Vol. 65, N. 3. — P. 293-324.
22. Barako D. Determinants of voluntary disclosure in Kenyan companies annual reports / D. Barako // African Journal of Business Management. — 2007. — Vol. 1, N. 5. — P. 113-128.

23. Belgacem I. The value relevance of voluntary disclosure: evidence from Tunisia stock market / I. Belgacem, A. Omri // *International Journal of Management, Accounting and Economics*. — 2014. — Vol. 1, N. 5. — P. 353-370.
24. Çelik O. Disclosure of forward-looking information: evidence from listed companies on Istanbul stock exchange (ISE) / O. Çelik, A. Ecer, H. Karabacak // *Investment Management and Financial Innovations*. — 2006. — Vol. 3, N. 2. — P. 197-216.
25. Cheng C. S. Shareholder rights, financial disclosure and the cost of equity capital / C. S. Cheng, D. Collins, H. H. Huang // *Review of quantitative financial accounting*. — 2006. — Vol. 1, N. 27. — P. 175–204.
26. Deegan C. The legitimizing effect of social and environmental disclosures - a theoretical foundation / C. Deegan // *Accounting, Auditing and Accountability Journal*. — 2002. — Vol. 15, N. 1. — P. 282-311.
27. Friede G. Environmental, social, corporate governance and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies / G. Friede, T. Busch, A. Bassen // *Journal of Sustainable Finance & Investment*. — 2015. — Vol. 5, N. 4. — P. 210-233.
28. Georgopoulos B. S. A study of organizational effectiveness / B. S. Georgopoulos, A. S. Tannenbaum // *American Sociological Review*. — 1957. — Vol 1, N. 1. — P. 534-540.
29. Goncharov I. Werner J.R., Zimmermann J. Does compliance with the German corporate governance code have an impact on stock valuation? An empirical analysis / I. Goncharov, J. R. Werner, J. Zimmermann // *Corporate Governance*. — 2006. — Vol. 14, N. 5. — P. 432–445.
30. Gray R. *Corporate Social Reporting: Accounting and Accountability* / R. Gray, D. Owen // Hemel Hempstead, Prentice Hall, 1987. — 224 p.
31. Hamrouni A. Signaling firm performance: through corporate voluntary disclosure / A. Hamrouni, M. Miloudi, R. Benkraiem // *The Journal of Applied Business Research*. — 2015. — Vol. 31, N. 2. — P. 609-620.
32. Harrison J. S. Stakeholders, social responsibility, and performance: empirical evidence and theoretical perspectives / J. S. Harrison, R. E. Freeman // *The Academy of Management Journal*. — 1999. — Vol. 1, N. 1. — P. 479-485.
33. Hassan O. A. G. The value relevance of disclosure: Evidence from the emerging capital market of Egypt / O. A. G. Hassan, P. Romilly, G. Giorgioni, D. Power // *The International Journal of Accounting*. — 2009. — Vol. 44, N. 1. — P. 79-102.

34. Hatem B. S. Determinants of firm performance: a comparison of European countries / B. S. Hatem // *International Journal of Economics and Finance*. — 2014. — Vol. 6, N. 10. — P. 243-249.
35. Hossain M. The extent of disclosures in annual reports of banking companies: The case of India / M. Hossain // *European Journal of Scientific Research*. — 2008. Vol. 23, N. 4. — P. 659-680.
36. Jensen M. C. Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure / M. C. Jensen, W. H. Meckling // *Journal of Financial Economics*. — 1976. — Vol. 3, N. 3. — P. 305-360.
37. Khurana I. K. Firm growth and disclosure: an empirical analysis / I. K. Khurana, R. Pereira, X. Martin // *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. — 2006. — Vol. 41, N. 2. — P. 357–380.
38. Lang M. Cross sectional determinants of analysts' ratings of corporate disclosures / M. Lang, R. Luchholm // *Journal of Accounting Research*. — 1993. — Vol. 31, N. 2. — P. 246-271.
39. Lebens M. A conceptual and operational delineation of performance / M. Lebens, K. Euske // *Business Performance Measurement*. Cambridge University Press. — 2007. — Vol. 1, N. 1. — P. 69-75.
40. Mason E. S. Price and production policies of large-scale enterprise / E. S. Mason // *American Economic Review*. — 1939. — Vol. 29, N. 1. — P. 61-74.
41. Melwani R. Impact of internal financial determinants on financial performance / R. Melwani // *Journal of Commerce & Accounting Research*. — 2019. — Vol. 8, N. 3. — P. 75-85.
42. Mendes da Silva W. The voluntary disclosure of financial information on the Internet and the firm value effect in companies across Latin America / W. Mendes da Silva, L. A. de Lira Alves // *SSRN Electronic Journal*. — 2004. — Vol. 2, N. 2— P. 2-25.
43. Minutolo M. Exploring environmental, social, and governance disclosure effects on the S&P 500 financial performance / M. Minutolo, W. Kristjanpoller, J. Stakeley // *Business Strategy and the Environment*. — 2019. — Vol. 28, N. 1. — P. 1083-1095.
44. Mirza S. A. Determinants of financial performance of a firm: case of Pakistani stock market / S. A. Mirza // *Journal of Economics and International Finance*. — 2013. — Vol. 5, N. 2. — P. 43-52.
45. Mutiva J. M. The relationship between voluntary disclosure and financial performance of companies quoted at the Nairobi securities exchange / J. M. Mutiva // *International Journal of Managerial Studies and Research*. — 2015. — Vol. 3, N. 6. — P. 171-195.

46. Naran P. M. The effect of company size and voluntary disclosure on financial performance of commercial banks in Kenya: a research project submitted in partial fulfillment of the requirements for Master of Science in Finance degree / Patel Mukti Naran. — Nairobi, 2012. — 47 p.
47. Naser K. Quality of financial reporting: Evidence from the listed Saudi non-financial companies / K. Naser, R. Nuseibeh // International Journal of Accounting. — 2003. — Vol. 38, N. 1. — P. 41-69.
48. O'Donovan G. Managing legitimacy through increased corporate environmental reporting: an exploratory study / G. O'Donovan // Interdisciplinary Environmental Review. — 1999. — Vol. 1, N. 1. — P. 63-99.
49. Opanyi R. Corporate voluntary disclosure and the value of the firm: a critical literature review / R. Opanyi // International Journal of Social Science and Economic Research. — 2019. — Vol. 4, N. 9. — P. 5922-5957.
50. Peterson W. An organizational performance assessment system for agricultural research organizations: concepts, methods, and procedures / W. Peterson, G. Gijssbers, M. Wilks // ISNAR Research Management Guidelines. — 2003. — Vol. 1, N. 7. — P. 2-53.
51. Porter M. Changing patterns of international competition / M. Porter // California Management Review. — 1986. — Vol. 28, N. 2. — P. 9-41.
52. Ross S. A. The determinants of financial structure: the incentive signaling approach / S. A. Ross // Bell Journal of Economics and Management Science. — 1997. — Vol. 1, N. 1. — P. 23-40.
53. Selvam M. Determinants of firm performance: a subjective model / M. Selvam, J. Gayathri, V. Vasanth, K. Lingaraja, S. Marxiaoli // International Journal of Social Science Studies. — 2016. — Vol. 4, N. 7. — P. 90-100.
54. Stanwick P. The Relationship between corporate social performance, and organizational size, financial Performance, and environmental performance: an empirical evidence / P. Stanwick // Journal of Business Ethics. — 1998. Vol. 17, N. 2. — P. 195-204.
55. Sustainability Reporting [Электронный ресурс]. // Global Reporting Initiative. — Режим доступа: <https://www.globalreporting.org/information/sustainability-reporting/Pages/default.aspx> (дата обращения: 29.09.2019).
56. Talha M. Determinants of corporate social reporting in India / M. Talha, B. Christopher, J. Karthikeyani // Springer International Publishing Switzerland. — 2016. — Vol. 1, N. 1. — P. 71-86.
57. Thomson S. Corporate Governance: mechanisms and systems / S Thomson, M. Conyon // Berkshire: McGraw Hill, 2012. — 387 p.

58. Vasilieva T. Sustainability information disclosure as an instrument of marketing communication with stakeholders: markets, social and economic aspects / T. Vasilieva, S. Lieonov, I. Makarenko, N. Sirkovska // *Маркетинг і менеджмент інновацій*. — 2017. — № 4. — P. 350-357.
59. Verboncu I. Management și performanțe / I. Verboncu, M. Zalman // *Editura Universitară*. — 2005. — Vol. 1, N. 1. — P. 55-68.
60. Wangari M. N. The effect of voluntary disclosure on the financial performance of commercial banks in Kenya: a research project submitted in partial fulfillment of the requirements for the award of the Masters of Science in Finance degree / Wangari Mugo Naomi. — Nairobi, 2014. — 56 p.
61. Waweru F. W. Voluntary accounting disclosures and market performance of non-financial firms listed in Nairobi securities exchange, Kenya: a thesis submitted for the fulfillment for the degree of Doctor of Philosophy in Accounting. Doctor of Philosophy (Accounting) / Waweru Fredrick Warui. — Juja, 2018. — 187 p.
62. Yuchtman E. Factorial analysis of organizational performance / E. Yuchtman, S. Seashore // *Administrative Science Quarterly*. — 1967. — Vol. 1, V. 1. — P. 377-395.
63. Zinkin J. Why corporate social responsibility matters / J. Zinkin, P. Thompson // *Investors Digest*. — 2003. — Vol. 2, N. 3. — P. 10-34.

Структура индекса раскрытия информации

Category 1. General and Strategic Information

1. Historical background of the company
2. Corporate, business and marketing strategies
3. Mission and vision statements
4. Description of major goods and services
5. Market analysis i.e. market share, market growth
6. Corporate goals and objectives
7. Corporate governance
8. Organization structure
9. Identification of major competitors
10. Regional economic and political stability
11. Effect of business strategies on current performance
12. Industry competitive analysis

Category 2. Financial Information

1. Summary of financial statements for the last three years or over
2. Brief description and analysis of financial position
3. Share price information i.e. market price, par value
4. Earnings per share
5. Return on equity
6. Debt to equity ratio
7. Value added statements
8. Supplementary inflation adjusted financial statements
9. Liquidity ratios
10. Return on assets

Category 3. Socio-Environmental and Board Information

1. Corporate social responsibility statement
2. Environmental policy
3. Environmental activities undertaken
4. Involvement in community projects
5. Categories of employees by age, gender and qualifications
6. Reasons for changes in employee numbers
7. Disclosure of welfare policy of workers
8. Work place safety policies
9. Redundancy policies
10. Information about employee turnover, absenteeism and strikes
11. Names of directors
12. Ages of directors
13. Professional qualifications of directors
14. Directors shareholding

15. Board of Directors meetings held and their attendance
16. Senior management responsibilities

Category 4. Forward-looking Information

1. Investments forecasts
2. Effect of business strategies on future performance of the co.
3. Information about new product and service development
4. Research and development expenditure
5. Advertising and publicity expenditures
6. Sales forecasts
7. Cash flow forecast
8. Profit forecast
9. Risk management policy for future investments

Источник: [Mutiva, 2015, p. 193]

Выборка компаний

1. АО «Томскэнергосбыт»
2. ОАО «Белон»
3. ОАО «Донской завод радиодеталей»
4. ОАО «Иркутскэнерго»
5. ОАО «Камчатскэнерго»
6. ОАО «Красный котельщик»
7. ОАО «Левенгук»
8. ОАО «Липецкая энергосбытовая компания»
9. ОАО «Протек»
10. ОАО «Русолово»
11. ОАО «Соликамский магниевый завод»
12. ОАО «Среднеуральский медеплавильный завод»
13. ОАО «Трубная металлургическая компания»
14. ОАО «ЭЛЕКТРОЦИНК»
15. ОАО НП «Физика»
16. ОАО Угольная компания «Южный кузбасс»
17. ПАО «Авиакомпания Ютэйр»
18. ПАО «Акрон»
19. ПАО «Алроса-нюрба»
20. ПАО «Аптечная сеть 36,6»
21. ПАО «Астраханская энергосбытовая компания»
22. ПАО «Ашинский металлургический завод»
23. ПАО «Аэрофлот»
24. ПАО «Башинформсвязь»
25. ПАО «Белуга групп»
26. ПАО «Бурятзолото»
27. ПАО «Варьеганнефтегаз»
28. ПАО «Владимирский химический завод»
29. ПАО «Владимирэнергосбыт»
30. ПАО «Волгоградэнергосбыт»
31. ПАО «ГАЗ»
32. ПАО «Газпром газораспределение Ростов-на-дону»
33. ПАО «Газпром нефть»
34. ПАО «Газпром»
35. ПАО «Галс-Девелопмент»
36. ПАО «ГК Роллман»
37. ПАО «ГЛОБАЛТРАК МЕНЕДЖМЕНТ»
38. ПАО «ГМК «Норникель»
39. ПАО «Группа компаний ПИК»
40. ПАО «Группа ЛСР»
41. ПАО «Группа Черкизово»
42. ПАО «Дальневосточная энергетическая компания»
43. ПАО «Детский мир»
44. ПАО «ДИОД»
45. ПАО «Европейская электротехника»
46. ПАО «Завод им. Лихачева»
47. ПАО «ЗВЕЗДА»
48. ПАО «Ижсталь»
49. ПАО «ИНВЕСТ-ДЕВЕЛОПМЕНТ»

50. ПАО «ИНГРАД»
51. ПАО «Институт стволовых клеток человека»
52. ПАО «Интер РАО»
53. ПАО «Казаньоргсинтез»
54. ПАО «Калужская сбытовая компания»
55. ПАО «КАМАЗ»
56. ПАО «Квадра»
57. ПАО «Ковровский механический завод»
58. ПАО «Комбинат Южуралникель»
59. ПАО «Корпорация «Иркут»
60. ПАО «Корпорация ВСМПО-АВИСМА»
61. ПАО «Коршуновский ГОК»
62. ПАО «Косогорский металлургический завод»
63. ПАО «Костромская сбытовая компания»
64. ПАО «Красноярскэнергосбыт»
65. ПАО «Кубаньэнерго»
66. ПАО «Кузбасская топливная компания»
67. ПАО «КуйбышевАзот»
68. ПАО «Курганская генерирующая компания»
69. ПАО «КФ Красный октябрь»
70. ПАО «Ленэнерго»
71. ПАО «Лукойл»
72. ПАО «М.Видео»
73. ПАО «Магаданэнерго»
74. ПАО «Магнит»
75. ПАО «Магнитогорский металлургический комбинат»
76. ПАО «МегаФон»
77. ПАО «Медиахолдинг»
78. ПАО «Мордовэнерго»
79. ПАО «Морион»
80. ПАО «Московская городская телефонная сеть»
81. ПАО «Мостотрест»
82. ПАО «Мосэнерго»
83. ПАО «МОЭСК»
84. ПАО «МРСК Волги»
85. ПАО «МРСК Северного Кавказа»
86. ПАО «МРСК Северо-Запада»
87. ПАО «МРСК Сибири»
88. ПАО «МРСК Урала»
89. ПАО «МРСК Центра и Приволжья»
90. ПАО «МРСК Центра»
91. ПАО «МРСК Юга»
92. ПАО «МТС»
93. ПАО «НЕФАЗ»
94. ПАО «Нижнекамскнефтехим»
95. ПАО «Нижнекамскшина»
96. ПАО «НК «Роснефть»
97. ПАО «НКХП»
98. ПАО «НЛМК»
99. ПАО «НМТП»
100. ПАО «Новатэк»
101. ПАО «НПК Объединенная вагонная компания»

102. ПАО «Объединенная авиастроительная компания»
103. ПАО «ОГК-2»
104. ПАО «ОР»
105. ПАО «Пермэнергосбыт»
106. ПАО «Полюс»
107. ПАО «Распадская»
108. ПАО «РБК»
109. ПАО «РН-Западная Сибирь»
110. ПАО «Россети»
111. ПАО «Ростелеком»
112. ПАО «РусГидро»
113. ПАО «Русполимет»
114. ПАО «Русская Аквакультура»
115. ПАО «Рязанская энергетическая сбытовая компания»
116. ПАО «Самаранэнерго»
117. ПАО «Саратовэнерго»
118. ПАО «Сахалинэнерго»
119. ПАО «Северо-западное пароходство»
120. ПАО «Северсталь»
121. ПАО «Селигдар»
122. ПАО «Сибирский гостинец»
123. ПАО «Славнефть-МНГ»
124. ПАО «Славнефть-ЯНОС»
125. ПАО «Ставропольэнергосбыт»
126. ПАО «Сургутнефтегаз»
127. ПАО «Тамбовская энергосбытовая компания»
128. ПАО «Татнефть им. В. Д. Шашина»
129. ПАО «Таттелеком»
130. ПАО «ТГК-1»
131. ПАО «ТГК-14»
132. ПАО «ТГК-2»
133. ПАО «ТрансКонтейнер»
134. ПАО «Туймазинский завод автобетоновозов»
135. ПАО «Тучковский комбинат строительных материалов»
136. ПАО «Уралкалий»
137. ПАО «Уралкуз»
138. ПАО «ФосАгро»
139. ПАО «ФСК ЕЭС»
140. ПАО «Химпром»
141. ПАО «Центральный телеграф»
142. ПАО «Челябинский кузнечно-прессовый завод»
143. ПАО «Челябинский металлургический комбинат»
144. ПАО «Челябинский трубо-прокатный завод»
145. ПАО «Челябэнергосбыт»
146. ПАО «ЧЗПСН-Профнастил»
147. ПАО «Энел Россия»
148. ПАО «Юнипро»
149. ПАО «Якутскэнерго»
150. ПАО АК «АЛРОСА»
151. ПАО АНК «Башнефть»
152. ПАО НК «РуссНефть»
153. ПАО РКК «Энергия» им. С. П. Королёва

154. ТНС «Энерго Воронеж»
155. ТНС «Энерго Кубань»
156. ТНС «Энерго Марий Эл»
157. ТНС «Энерго Нижний Новгород»
158. ТНС «Энерго Ростов-на-Дону»
159. ТНС «Энерго Ярославль»

Анализ индекса раскрытия информации

Показатель	Значение					
	INDEX	GEN	FIN	CG	SOCEC	FRWLK
Максимально возможное значение	33	7	8	5	7	6
Минимальное значение	1,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Максимальное значение	26,5	7	8	5	7	4
Среднее значение	12,3	3,3	3,5	2,7	2,5	0,3
Медиана	12,5	3,0	3,5	3,0	2,0	0,0

Структура индекса раскрытия информации**Category 1. Financial Data**

1. Historical summary of financial data for the last 6 years or over
2. Review of current financial results and discussion of major factors underlying performance
3. Share price information
4. Statement concerning wealth created e.g. value added statement
5. Supplementary inflation adjusted financial statement
6. Return on assets
7. Return on shareholders' funds
8. Liquidity ratios
9. Bank loans and mortgages

Category 2. General and Strategic Information

1. Information relating to the general outlook of the economy
2. Company's mission statement
3. Brief history of the company
4. Company's achievements or awards in the year
5. Description of major goods/services produced
6. Description of marketing networks for finished goods/services
7. Company's contribution to the national economy
8. Company's current business strategy
9. Likely effect of business strategy on current performance
10. Market share analysis
11. Disclosure relating to competition in the industry
12. Discussion about major regional economic developments
13. Significant issues during the year

Category 3. Social and Board Disclosure

1. Number of employees for the last two or more years
2. Reasons for change in employee number
3. Category of employees by sex
4. Recruitment and redundancy policy
5. Amount of employee remuneration, remuneration policies and bonuses
6. Disclosure on welfare policies
7. Disclosure on number of meetings attended by directors
8. Statement of corporate social responsibility
9. Statement of environmental policy
10. Environmental projects/activities undertaken
11. Information on community involvement/participation
12. Names of directors
13. Age of directors
14. Academic and professional qualification of directors
15. Business experience of directors
16. Directors' shareholding in the company and other related interests (e.g.

stock options)

17. Disclosure concerning senior management responsibilities, experience and background

Category 4. Forward-looking Information

1. Factors that may affect future performance
2. Likely effect of business strategy on future performance
3. New product/service development
4. Planned capital expenditure
5. Future sales forecasts
6. Cash flow projections
7. Earnings per share forecast
8. Sales revenue forecast
9. Profit forecast

Источник: [Wangari, 2014, p. 42]

Структура индекса раскрытия информации

Category 1. Strategic Information

A1. General information about the Firm

1. Brief history of the company
2. General description of the business
3. Main products
4. Main markets

A2. Corporate strategy

5. Statement of the main objectives
6. Statement of the financial objectives
7. Current strategy
8. Impact of strategy on current results
9. Future strategy
10. Impact of strategy on future results

A3. R&D activities

11. Description of R&D projects
12. Corporate policy on R&D
13. Location of R&D activities
14. Number employed in R&D

A4. Analysis and discussion of management review of projects

15. Review of operations
16. Competitive environment
17. The most significant events
18. Change in sales and profits
19. Change in cost of goods sold
20. Change in expenses
21. Change in inventory
22. Change in share price

A5. Future prospects

23. Future development channels
24. Qualitative forecast of sales
25. Quantitative forecast of sales
26. Qualitative forecast of profits
27. Quantitative forecast of profits
28. Assumptions underlying the forecasts
29. Review of forecasts
30. Description of capital project committed

Category 2. Non-financial Information

B1. Employee information

1. Geographical distribution of employees
2. Number of employees by gender
3. Number of employees by age
4. Categories of employees by function
5. Number of employees for two or more years
6. Average compensation per employee
7. Added value per employee

8. Data productivity
9. Safety policy
10. Cost of safety measures
11. Data on accidents
12. Policy on communication
13. Redundancy information
14. Reason for changes in employee numbers or categories over time
15. Recruitment problems and related policy

B2. Information about the training policy

16. Amount spent in training programs
17. Nature of training
18. Policy on training
19. Categories of employees trained

B3. Social policy and value-added information

20. Safety of products
21. Program of environmental protection
22. Charitable donations
23. Community programs
24. Value-added data
25. Value-added ratios
26. Qualitative value-added information

B4. Segmental information

27. Geographical distribution of invested capital
28. Geographical distribution of net assets
29. Geographical distribution of production
30. Expenditure on the business lines
31. Revenue by business line
32. Competitor analysis - quantitative
33. Competitor analysis - qualitative
34. Market share analysis – quantitative
35. Market share analysis – qualitative

Category 3. Financial Information

C1. Performance indicators (not included in the financial statements)

1. Performance indicators
2. Financial data for the last five years
3. Turnover
4. Net income
5. Shareholders' equity
6. Total assets
7. Earnings per share
8. Dividend payout policy
9. Transfer pricing policy
10. Impact of any accounting policy changes on results
11. Advertising expenditure
12. Effect of inflation on results
13. Effect of inflation on assets
14. Effect of fluctuating interest rates on results

C2. Financial ratios

15. Liquidity ratio

16. Turnover ratio of assets

17. Debt ratio

18. Profitability ratios

19. Other useful ratios

C3. Forecast information

20. Cash flow forecast

21. Estimates of capital increase

22. Earnings estimates

23. Effect of inflation currency fluctuations on future operations

24. Effect of currency fluctuations of interest rates on future operations

C4. Information on exchange rates

25. Impact of currency fluctuations on current results

26. Impact of currency fluctuations on future operations

27. Estimates of currency fluctuations

28. Exchange rates used in accounting

29. Long-term debt by currency

30. Short-term debt by currency

C5. Other financial information

31. Share price at year end

32. Share prices trend

33. Market capitalization at year end

34. Trend of market capitalization

35. Size of shareholdings

36. Forecast market share

Category 4. Governance Information

1. Ownership structure

2. Organizational chart

3. Personal profiles

4. Descriptions of the positions occupied

5. Length of time belonging to the company

6. Number of shareholders sitting on the board of directors

7. Academic profile of the directors

8. Presence of an Internal Audit Committee

9. Age of the executives

10. Profile of the executives

11. Individual remuneration

Источник: [Hamrouni, 2015, p. 619]

Структура индекса раскрытия информации

Category 1. Ownership

1. # of issued and o/s ordinary common shares?
2. # of issued and o/s other shares (preferred, non-voting, founders, recap)?
3. Par value of each ordinary share?
4. Par value of each other share (pref, non-vot, recap)?
5. # of auth but unissued ordinary shares?
6. # of auth but unissued other shares?
7. Top 1 shareholder?
8. Top 3 shareholders?
9. Top 5 shareholders?
10. Top 10 shareholders?
11. # and identity of shareholders holding more than 3%?
12. # and identity of shareholders holding more than 5%?
13. # and identity of shareholders holding more than 10%?
14. Identity of shareholders holding at least 50%?
15. Float %
16. Descriptions of share classes?
17. Review of shareholders by type?
18. Percentage of cross-ownership?
19. Existence of Corp Gov Charter or Code of Best Practice?
20. Reproduction of its Corp Gov Charter/Code of Best practice?
21. Mention of Articles of Association?
22. Details about Articles of Assn. (i.e. Charter Articles of Incorporation)?
23. Voting rights for each voting share?
24. How or who nominates directors to board?
25. How shareholders convene an EGM?
26. Procedure for putting Inquiry Rights to the board?
27. Procedure for proposals at shareholders meetings?
28. Review of last shareholders meeting? (e.g. minutes)
29. Calendar of important shareholder dates?
30. Any (in) formal voting agreements or blocks (relevant to family ownership)?
31. Shareholding by senior managers?
32. Ultimate beneficiaries in case of institutional, co. or cross shareholdings?

Category 2. Financial Disclosure

1. Its accounting policies?
2. Acctg standards it uses for its accounts?
3. Accounts according to the local acctg standards?
4. Accounts according to internationally recognized acct standard (IAS/GAAP)?
5. B/S according to int'l acctg standard (IAS/GAAP)?
6. I/S according to int'l acctg standard (IAS/GAAP)?
7. C/F according to int'l acctg standard (IAS/GAAP)?
8. Accounts adjusted for inflation?
9. Basic earnings forecast of any kind?
10. Detailed earnings forecast?

11. Financial information on a quarterly basis?
12. Segment analysis (broken down by business line)?
13. Name of its auditing firm?
14. Reproduction of the auditors' report?
15. How much it pays in audit fees to the auditor?
16. Any non-audit fees paid to auditor?
17. Consolidated financial statements (or only the parent/holding co)?
18. Methods of asset valuation?
19. Info on method of fixed assets depreciation?
20. List of affiliates in which it holds a minority stake?
21. Reconciliation of its domestic acctg standards to IAS/US GAAP?
22. Ownership structure of affiliates?
23. Details of the kind of business it is in?
24. Details of the products or services produced/provided?
25. Output in physical terms disclosed? (# of users, etc.)
26. Characteristics of assets employed?
27. Efficiency indicators (ROA, ROE, etc.)?
28. Any industry-specific ratios?
29. Discussion of corporate strategy?
30. Any plans for investment in the coming year(s)?
31. Detailed info about investment plans in the coming year(s)?
32. Output forecast of any kind?
33. Overview of trends in its industry?
34. Its market share for any or all of its businesses?
35. List/register of related party transactions?
36. List/register of group transactions?
37. English Annual report on the web site?

Category 3. Board and Management

1. List of board members (names)?
2. Details about directors (other than name/title)?
3. Details about current employment/position of directors provided?
4. Details about previous employment/positions provided?
5. When each of the directors joined the board?
6. Classification of directors as an executive or an outside director?
7. Named chairman listed?
8. Details about the chairman (other than name/title)?
9. Details about role of the board of directors at the company?
10. List of matters reserved for the board?
11. List of board committees?
12. Existence of an audit committee?
13. Names on audit committee?
14. Existence of a remuneration/compensation committee?
15. Names on remuneration/compensation committee?
16. Existence of a nomination committee?
17. Names on nomination committee?
18. Existence of other internal audit functions besides Audit committee?
19. Existence of a strategy/investment/finance committee?
20. # of shares in the company held by directors?
21. Review of last board meeting? (e.g. minutes)
22. Whether they provide director training?

23. Decision-making process of directors' pay?
24. Specifics of directors' salaries (e.g. numbers)?
25. Form of directors' salaries (e.g. cash, shares, etc.)?
26. Specifics on performance-related pay for directors?
27. Decision-making of managers' (not Board) pay?
28. Specifics of managers' (not on Board) salaries (e.g. numbers)?
29. Form of managers' (not on Board) salaries?
30. Specifics on performance-related pay for managers?
31. List of senior managers (not on the Board of Directors)?
32. Backgrounds of senior managers?
33. Details of the CEO's contracted?
34. # of shares held by managers in other affiliated companies?
35. Whether board members are employees of parent co.? (in case co. is a consolidated affiliate/subsidiary.)
36. Whether any grp policies exist re. nature of relationship between parent and affiliates? (w/respect to CG of affiliates/subsidiaries)
37. Whether any members of senior mgmt are related (family, joint business, etc.) to any major shareholder?

Источник: [Aksu, 2004, p. 32]