

НОВЫЕ ИССЛЕДОВАНИЯ

Измерение информационной прозрачности и ее влияние на инвестиционную активность российских публичных компаний

Удальцов В.Е.¹

Высокая инвестиционная активность, которая осуществляется за счет увеличения объемов инвестиций и наиболее эффективного их использования в приоритетных сферах, представляет собой необходимое условие для развития экономики страны в целом. В условиях слабости внешних механизмов создания благоприятного инвестиционного климата предлагается использование внутренних механизмов, а именно повышение информационной прозрачности. В ходе проведенного исследования по 34 российским публичным компаниям с помощью разработанного автором показателя доступной информационной прозрачности (ПДИП) диагностировано положительное влияние уровня раскрытия корпоративной информации на объемы инвестиционной деятельности компаний.

JEL: G30

Ключевые слова: инвестиционная активность, информационная прозрачность, развивающиеся рынки, раскрытие информации, индекс прозрачности, эффективность

Актуальность темы исследования. Инвестиционная деятельность является одним из ключевых факторов экономического и инновационного развития любой компании. Посредством эффективного вложения капитала реализуются возможности потенциального роста и приумножения инвестированных средств. Так, например, обновление имеющейся материально-технической базы способствует повышению результативности производства, а успешное освоение новых видов деятельности может привести к завоеванию устойчивых позиций на рынке, увеличению стоимости компании и, как следствие, благосостояния ее собственников.

Пристальное внимание к проблеме увеличения инвестиционной активности в России вызвано именно негативными тенденциями в национальной инвестиционной сфере, о чем свидетельствуют статистические данные. По результатам опросов, ежегодно проводимых ИНП РАН Кувалиным и Моисеевым (Кувалин и Моисеев, 2006; Кувалин и Моисеев, 2009; Кувалин и Моисеев, 2010) среди руководителей более 150 российских компаний, выявлено, что только 9,3% респондентов считают уровень инвестиционной активности их компании достаточным для осуществления полноценной модернизации. В последний год намечается ситуация увеличения инвестиционной активности по сравнению с кризисным периодом (рост доли опрошенных предприятий, осуществляющих производственные инвестиционные проекты, с 44% в 2009-м до 56% в 2010 году). Тем не менее этот показатель еще далек от соответствующих показателей 2007 года (74%) и 2008 года (69%). Следует заметить, что около 80% опрошенных в 2008-м руководителей выделяют среди основных препятствий для развития своих компаний в долгосрочной перспективе высокую степень износа основных фондов и необходимость внедрения новых технологий. Эти результаты также подтверждаются данными Росстата, согласно которым с 1991 по 2007 год степень износа основных фондов промышленных предприятий увеличилась с 41 до 53%.

¹ Канд. эконом. наук, старший преподаватель кафедры экономики и финансов фирмы, младший научный сотрудник Лаборатории корпоративных финансов НИУ-ВШЭ (Национальный исследовательский университет – Высшая школа экономики).

На современном этапе существенное увеличение объема инвестиций в реальный сектор для модернизации экономики является одной из приоритетных задач. Таким образом, становится очевидной актуальность темы диссертационного исследования, обусловленная прежде всего существующей необходимостью разработки системы мер, направленных на повышение инвестиционной активности российских компаний.

Следует отметить, что существуют различные механизмы создания благоприятного инвестиционного климата и, следовательно, стимулирования инвестиционной активности. Их значительная часть носит внешний характер и осуществляется на государственном уровне в форме проведения налоговой и монетарной политики, регулирования экспорта и импорта и т.д. Учитывая несовершенство институциональной среды в России, которое выражается в неразвитости фондового рынка и системы управления процессами несостоятельности (банкротства), а также в недостатке квалифицированных управленческих кадров, неэффективность действия указанных внешних механизмов необходимо компенсировать с помощью использования методов внутреннего характера. Высокая вероятность успешного применения последних обусловлена низкой информационной прозрачностью компании и наличием конфликтов интересов между разными группами стейкхолдеров, что может служить препятствием для осуществления эффективной инвестиционной деятельности, независимо от источников финансирования. Таким образом, одним из путей ослабления асимметрии информации между стейкхолдерами компании и повышения ее привлекательности является повышение информационной прозрачности компании.

Следует также отметить, что актуальность изучения данного вопроса в ситуации после финансового и экономического кризиса не ослабевает, когда многие собственники пересмотрели свою роль в управлении компанией, корректируют систему мотивации менеджмента, меняют отношение к раскрытию информации. Кроме того, в условиях неадекватного отражения динамики подлинной стоимости компании с помощью рыночных показателей инвестиционная активность той или иной организации может служить прогнозом будущих результатов ее деятельности для участников инвестиционного рынка, поэтому изучение влияния факторов на ее размер является важной задачей.

Информационная прозрачность. Одной из ключевых проблем в рамках средней или крупной публичной компании является асимметрия информации, которая оказывает влияние на развитие конфликтов интересов в компании, размер агентских издержек и характерна для российских компаний, отличающихся низкой информационной прозрачностью. В международной практике существует несколько методов решения агентской проблемы на рынке капитала, приведем основные из них:

1. Заключение контрактов между компанией и инвестором, которые предусматривают полное раскрытие информации о компании, что исключает проблему неправильной оценки инвестиционной активности и привлекательности компании со стороны инвесторов.

2. Повышение национальных стандартов раскрытия информации компаниями с помощью внесения изменений в законодательство страны.

3. Создание условий для существования на рынке эффективных информационных посредников (к примеру, рейтинговых агентств), которые раскрывают дополнительную информацию о компаниях, разрабатывают показатели, позволяющие выявить, какие компании раскрывают достоверную информацию и как более точно оценить их инвестиционный потенциал.

Вышеперечисленные способы основаны на внешнем вмешательстве в деятельность компании. В современной экономической литературе можно выделить два основных направления анализа влияния раскрытия корпоративной информации на привлечение капитала: исследование влияния изменений законодательных стандартов раскрытия информации компанией на принятие решений по раскрытию информации (Positive Accounting Theory) и рассмотрение влияния изменений в корпоративной политике раскрытия информации на стоимость привлекаемых средств на рынках капитала (Voluntary Disclosure).

В рамках первого направления существует ряд работ, которые приводят к различным результатам. Так, исследования Дикмана и Смита (Dyckman and Smith, 1979) и Коллинза, Розефа и Даливаля (Collins, Rozeff and Dhalival, 1981) показали, что изменение системы учета издержек методом полных затрат на метод предельных затрат приводит к снижению курсовой стоимости акций компании. Однако работа Хольтхаузена (Holthausen, 1981) и ряд других работ не выявляют значимой зависимости между методом ведения бухгалтерской отчетности и курсовой стоимостью акций, что зачастую объясняется отсутствием экономического эффекта из-за изменений метода ведения бухгалтерской отчетности, да и изменения методов ведения бухгалтерской отчетности зачастую сопровождается рядом других структурных изменений и управленческих решений в компании, что не позволяет в чистом виде оценить данную зависимость. Вторая группа работ исследует последствия добровольного раскрытия информации на результаты деятельности компании. Среди основных последствий можно выделить повышение ликвидности акций компании и снижение издержек на привлечение капитала компанией. В целом авторы исследований приходят к выводу о том, что высокая информационная прозрачность ведет к повышению ликвидности акций компании ввиду снижения асимметрии информации между информированными и неинформированными инвесторами (Diamond and Verrecchia, 1991; Kim & Verrecchia, 1991). В результате акции фирм с высокой степенью прозрачности продаются по справедливой цене, что повышает степень их ликвидности. Исследования Хиля, Хьютона и Палепу (Healy, Hutton and Palepu, 1999) подтверждают гипотезу положительного влияния уровня прозрачности компании на рост стоимости ее акций. В работе Гельба и Заровина (Gelb and Zarowin, 2000) показано, что компании с более высоким рейтингом информационной прозрачности демонстрируют уровень дохода выше, чем компании с более низким уровнем информационной прозрачности.

Следующее направление исследований рассматривает влияние уровня прозрачности компании на затраты по привлечению инвестиций. Значимыми работами в данном направлении являются исследования Барри и Брауна (Barry and Brown, 1984; Barry and Brown, 1985; Barry and Brown 1986), в которых отмечается, что в случае неполной информации о компании инвестор принимает на себя дополнительные риски (связанные с предсказанием будущих доходов от инвестиций), которые зачастую недиверсифицируемы; а следовательно, инвестор вынужден требовать дополнительную доходность за риск, связанный с неполной информационной прозрачностью. Другими словами, у компаний с высоким уровнем прозрачности более низкие затраты на капитал.

Почему же компании сами не могут или не хотят раскрывать большее количество информации о себе, чтобы привлечь капитал на более выгодных условиях? Возможно, для них неоднозначно положительное влияние информационной прозрачности на инвестиционную деятельность?

Наличие зависимости инвестиционной деятельности компании от степени доступности и достоверности информации подтверждается в рамках анализа данных развивающихся рынков. Исследование Дурнева, Ерунзы и Молчанова (Durnev, Ergunza and Molchanov, 2008) 37 производственных отраслей в 41 стране показывает, что недостаточная развитость рынка капитала, фондового рынка, законодательных механизмов защиты прав в области инноваций и разработок может снижать стимулы компаний к раскрытию информации. В работе Лазаревой, Рачинского и Степанова (Lazareva, Rachinsky and Stepanov, 2008) основным выводом в данной области является положение об отсутствии взаимосвязи между качеством механизмов корпоративного управления компанией и привлечением внешнего финансирования. По мнению авторов, проблема заключается в неразвитости российского рынка капитала и правовой незащищенности, что снижает стимулы компаний к развитию механизмов корпоративного управления и, в частности, к раскрытию информации о них в связи с вероятностью нежелательного вмешательства государства и конкурентов. Хотя многие исследования показывают слабую заинтересованность к раскрытию информации, ежегодный мониторинг агентства Standart&Poors демонстрируют рост индекса

информационной прозрачности S&P и положительное влияние раскрытия информации на рыночную стоимость российских публичных компаний.

Неоднозначность влияния на инвестиционную деятельность информационной прозрачности определяет необходимость более глубокого изучения данной проблемы с особым акцентом на методах количественного измерения уровня раскрытия информации. По российским данным, существует не так много показателей, отражающих уровень информационной прозрачности компании². Приведем несколько примеров.

Обзор показателей информационной прозрачности. Один из ведущих мировых электронных издателей бизнес-информации – компания Bureau van Dijk – в своей базе Ruslana, содержащей данные по российским и украинским компаниям, применила собственный показатель прозрачности, применяемый для оценки степени раскрытия информации каждой единицы описанной базы. Показатель прозрачности Bureau van Dijk (ПП BvD) строится в процентах (максимум – 100%) с помощью заполнения таблицы, представленной ниже (см. табл. 1).

На основании заполненной таблицы компании присваивается значение индекса прозрачности, которое варьируется в диапазоне от 10 до 100%. Используются следующие критерии:

- если правовая форма компании – акционерное общество открытого или закрытого типа, то ей присваивается 10%;
- наличие финансового отчета за последний год в органах государственной статистики – 20%;
- наличие веб-сайта у компании – 20% и т.д.

Очевидно, что следствием такого простого построения показателя является достаточно грубая оценка прозрачности, которая вряд ли способна отразить различия между компаниями, например, имеющими сайт, одинаковую организационно-правовую форму и отличающиеся количественными и качественными характеристиками раскрываемой в ежеквартальном отчете эмитента информации. В этом заключается основная причина отсутствия значимого влияния данного показателя на результаты инвестиционной деятельности в моих эмпирических исследованиях (Удальцов, 2007; Удальцов, 2008), что подтверждает его низкую практическую значимость.

Таблица 1

Расчет значения индекса прозрачности Bureau van Dijk

Показатель	Оценка, %
Организационно-правовая форма	
Раскрытие финансовой отчетности в органах государственной статистики	
Раскрытие информации на собственном сайте в Интернете	
- в т.ч. о товарах, услугах	
- в т.ч. адресная информация, телефоны	
- в т.ч. о руководстве	
- в т.ч. финансовой отчетности	
- в т.ч. квартальной отчетности (отчет о ценных бумагах)	
- в т.ч. о лицензиях, сертификатах и т.п.	
Наличие информации о компании в открытой печати	
ВСЕГО баллов	

Источник: Bureau van Dijk www.bvdep.com.

Наиболее детально сформированным и качественным показателем, характеризующим

² Следует различать информационную прозрачность, которая в данном контексте подразумевает только публичную (доступную) информацию, с рейтингами корпоративного управления (РКУ), которые присваиваются компаниям на основе в том числе и закрытой информации.

информационную прозрачность российских компаний, является индекс, разрабатываемый службой рейтингов корпоративного управления S&P при поддержке фондовой биржи ММВБ. Индекс S&P формируется по публичным крупнейшим российским компаниям с ликвидными акциями (например, в исследовании 2008 года индекс рассчитывался для 90 компаний по данным за 2007 год (Исследование... 2077)).

Построение показателя происходит на основании анкеты из 108 пунктов, касающихся:

- структуры собственности и прав акционеров;
- информации о финансовой и операционной деятельности;
- состава совета директоров и менеджмента, процесса их работы.

Тем не менее следует отметить, что при расчете данного показателя недостаточное внимание уделяется оценке степени раскрытия информации об инвестиционной деятельности компании и уровне «доступности» информации. Специалисты S&P анализируют информацию, которая содержится в трех общедоступных источниках: годовых отчетах, на веб-сайтах и в отчетности, представляемой в регулирующие органы. При этом используется следующая система весов: факт наличия информации в открытом доступе (независимо от источника раскрытия) дает 80% от максимального балла по каждому пункту анкеты. Оставшиеся 20% добавляются в том случае, если соответствующая информация присутствует и в двух других источниках (по 10% на каждый). Такой подход представляется не совсем реалистичным, так как веса взяты случайным образом и не учитывается высокое значение самого источника данных; хотя, например, информация, размещенная на веб-сайте, явно более «доступна», чем изложенная в отчетности для предоставления в регулирующие органы.

Тем не менее следует отметить, что специалисты S&P выявляют высокую значимость наличия взаимосвязи между стоимостью компаний и показателем прозрачности S&P. Выполненный регрессионный анализ выявляет положительную связь между этими показателями (коэффициент детерминации составляет 27%). Методом анализа выступает экспоненциальная регрессия, а показателем стоимости компании – коэффициент «стоимость предприятия»/«объем продаж» (EV/Sales).

Тем не менее в текущих условиях кризиса, когда некорректное отражение динамики подлинной стоимости компании с помощью рыночных показателей стало очевидным, полученные агентством S&P результаты требуют проверки на других показателях. Инвестиционная активность той или иной организации может служить прогнозом будущих результатов ее деятельности для участников инвестиционного рынка при условии создания стоимости для компании в рамках этой деятельности. Данное условие может быть реализовано с помощью отбора компании по наличию положительного спреда доходности ($ROCE > WACC$). Кроме того, необходимо разработать более детальный механизм учета параметров доступности раскрываемой информации, так как это может в значительной степени скорректировать характер изучаемой взаимосвязи.

Показатель доступной информационной прозрачности (ПДИП). Вычисление ПДИП выполнено на базе информации, доступной в сети Интернет на сайтах компаний и включающей в себя годовые и ежеквартальные отчеты эмитента. Был выделен ряд критериев, впоследствии сгруппированных в пять компонентов ПДИП: (1) доступность информации (компонент *idstp*); (2) прозрачность качества корпоративного управления (компонент *iku*); (3) прозрачность финансовой отчетности компании (компонент *ifin*); (4) прозрачность операционной деятельности (компонент *ioper*); (5) прозрачность инвестиционной деятельности (компонент *iinvest*). Значение каждого критерия оценивалось в зависимости от наличия и полноты размещенных на сайте компании данных. Вся собранная информация была переведена в числовое выражение. Значения компонентов показателя (*idstp*, *iku*, *ifin*, *ioper*, *iinvest*) были пронормированы от 0 до 100%.

Основное отличие ПДИП от аналогичных показателей заключается в том, что в нем учитываются критерии доступности информации. Необходимость включения данного элемента в оценку прозрачности обусловлена тем, что наличие английской версии сайта,

уровня его цитируемости (который отражает простоту поиска сайта в сети Интернет для инвесторов, поставщиков и покупателей по сравнению с сайтами конкурентов) может существенно отразиться на показателях операционной, финансовой и инвестиционной деятельности компании. Данный компонент вычисляется исходя из значений пяти параметров, рассчитанных отдельно по сайтам компаний выборки (см. формулу 1):

$$(1) \quad idstp_i = (f_1(2008 - y_{www_i}) \cdot w_1 + f_2(prg_i) \cdot w_2 + f_3(tic_i) \cdot w_3 + cmfrit_i \cdot (e_{www_i} \cdot w_4 + w_5)) \cdot \frac{100\%}{5},$$

где:

f_1 – функция, построенная с учетом возраста сети Интернет на момент 2008 года, на основании чего по пятибалльной шкале ранжировался возраст каждого сайта;

f_2 – функция, отражающая оценку цитируемости сайта в сети Интернет по 10-балльному индексу Google PageRank по отношению к пятибалльной шкале в соответствии с распределением данного индекса (Тутубалин, 2006);

f_3 – функция, отражающая оценку цитируемости сайта в сети Интернет с помощью индекса ТИЦ Яндекс по отношению к пятибалльной шкале в соответствии с распределением данного индекса (Там же);

$cmfrit_i$ – оценка по пятибалльной шкале удобства пользования сайтом;

e_{www_i} – переменная, принимающая значение 1 при наличии английской версии сайта, 0 – в случае отсутствия таковой;

w_1, w_2, w_3, w_4, w_5 – веса параметров для оценки компонента доступности информации.

Далее было проведено нормирование суммы ранее присвоенных оценок (по пятибалльной шкале) всех параметров, входящих в компоненты индекса $iku, ifin, ioper, iinvest$ с целью выражения каждого из них в процентах. В результате расчета средневзвешенной величины по указанным компонентам (при равных весах) и домножения полученного показателя информационной прозрачности (ПИП) на компонент $idstp$ был рассчитан выраженный в % показатель доступной информационной прозрачности (ПДИП) по следующей формуле:

$$(2) \quad ПДИП_i = idstp_i \cdot (iku_i \cdot w_a + ifin_i \cdot w_b + ioper_i \cdot w_c + iinvest_i \cdot w_d),$$

где:

$idstp, iku, ifin, ioper, iinvest$ – соответственно значения (в %) компонентов доступности, информационной прозрачности корпоративного управления, финансовой отчетности, операционной деятельности, инвестиционной деятельности;

w_a, w_b, w_c, w_d – веса компонентов для оценки ПДИП.

Регрессионный анализ. Для выявления влияния информационной прозрачности на деятельность компании было отобрано 134 компании отраслей машиностроения, добывающей, химической и металлургии. Среди них были выбраны компании, у которых есть ежеквартальные отчеты эмитента и годовые отчеты за 2004–2007 годы. Отбор компаний с положительным спредом ($ROCE > WACC$) стал заключительным этапом формирования выборки, сократившейся в результате до 34 компаний.

На основании рассчитанных значений ПДИП можно сделать вывод о том, что в среднем большее внимание раскрытию информации уделяется в отраслях добывающей промышленности и металлургии. Несмотря на двукратное превышение значения ПДИП по данным секторам над оным для компаний химической промышленности и машиностроения, в последней отрасли особое значение приобретает задача обеспечения доступности информации контрагентам, что приводит к относительно более высокому значению ПДИП в

отрасли машиностроения, несмотря на низкий показатель информационной прозрачности (ПИП). При анализе покомпонентных значений показателя очевидным становится факт о сравнительно более низкой степени раскрытия данных относительно финансовой деятельности компаниями химической индустрии и машиностроения, нежели предприятиями отраслей добывающей промышленности и металлургии. Подобная ситуация, вероятно, может быть объяснена сравнительно более плачевным состоянием сектора машиностроения, что, в свою очередь, обуславливает практику утаивания информации об отрицательных результатах деятельности компании (к примеру, отчеты за прошлые годы изымаются из открытого доступа на сайте).

Полученные результаты значений показателя по выборке компаний и его компонентов приведены ниже (см. таблицу 2).

Таблица 2

Полученные значения ПДИП и его компонентов, %

	ПДИП	<i>idstp</i>	<i>Iku</i>	<i>ifin</i>	<i>ioper</i>	<i>Iinvest</i>
Минимальное значение по выборке	5	14	28	8	5	30
Максимальное значение по выборке	71	98	80	96	100	95
Среднее значение по выборке	31	63	54	30	59	51

Источник: Расчеты автора по оценке информационной прозрачности компаний выборки

В результате линейного регрессионного анализа было выявлено положительное влияние практики раскрытия информации относительно внутренних элементов корпоративного управления (компонент *iku*) на инвестиционную деятельность компании, измеряемую как отношение изменения основных средств к объему продаж компании. Кроме того, было определено положительное воздействие ПДИП на размер выручки, которое объясняется доступностью информации о компании всем действующим и потенциальным поставщикам и клиентам.

Выводы. На основе полученных результатов инвестиционным аналитикам рекомендуется учитывать уровень информационной прозрачности компании в своих прогнозах в отношении развития и финансовых результатов компании, а собственники должны способствовать раскрытию корпоративной информации и ее доступности для заинтересованных лиц. Полученные результаты в целом согласуются с выводами аналитического агентства S&P. Повышение информационной прозрачности представляет собой доступный менеджменту и собственникам инструмент, позволяющий наиболее «открытым» компаниям повышать свою рыночную стоимость за счет наращивания объемов инвестиционной деятельности. Это осуществимо благодаря доверию, которое формируется среди инвесторов по причине доступности информации в объеме, превышающем нормативные требования. В условиях кризиса, когда на рынке остаются только сильнейшие игроки, инструмент повышения информационной прозрачности, который может использоваться собственниками компании, является ценным для повышения конкурентоспособности и подлинной стоимости компании.

Список литературы

1. Исследование информационной прозрачности российских компаний в 2007 г.: Значительные изменения в десятке лидеров, Служба рейтингов корпоративного управления Standard & Poor's. URL: www.standardandpoors.ru.
2. Кувалин Д.Б., Моисеев А.К. Российские предприятия в начале 2006 г.: инвестиционная структура. [Электронный ресурс] // Институт народнохозяйственного

- прогнозирования РАН. [М.]. 2006. URL: <http://www.ecfor.ru/pdf.php?id=pub/kuv14> (свободный. — Загл. с экрана).
3. Кувалин Д.Б., Моисеев А.К. Российские предприятия в начале 2008 г.: конкурентная ситуации и уровень конкурентоспособности. [Электронный ресурс] // Институт народнохозяйственного прогнозирования РАН. [М.]. 2008. URL: <http://www.ecfor.ru/pdf.php?id=pub/kuv18> (свободный. — Загл. с экрана).
 4. Кувалин Д.Б., Моисеев А.К. Российские предприятия в начале 2010 г.: взгляд на проблемы посткризисного развития. [Электронный ресурс] // Институт народнохозяйственного прогнозирования РАН. [М.]. 2010. URL: <http://www.ecfor.ru/pdf.php?id=pub/kuv22> (свободный. — Загл. с экрана).
 5. Кувалин Д.Б., Моисеев А.К. Российские предприятия в середине 2010 г.: медленные улучшения на фоне экономической неопределенности. [Электронный ресурс] // Институт народнохозяйственного прогнозирования РАН. [М.]. 2010. URL: <http://www.ecfor.ru/pdf.php?id=pub/kuv23> (свободный. — Загл. с экрана).
 6. Тутубалин А. Индексы цитирования сайтов Рунета. [Электронный ресурс]. // Сайт «Черный квадрат рунета». URL: <http://www.rukv.ru/analytics-200611.html> (свободный. — Загл. с экрана).
 7. Удальцов В.Е. Влияние доли топ менеджмента в собственном капитале и других нефундаментальных факторов на инвестиционную активность российских компаний // «Корпоративные Финансы». 2007. № 1 URL: <http://www.cfjournal.ru> (свободный. — Загл. с экрана).
 8. Удальцов В.Е. Влияние нефундаментальных факторов создания стоимости на инвестиционное поведение компаний российского рынка // Аудит и финансовый анализ. 2008. № 2. С. 306–315.
 9. Сайт Bureau van Dijk: www.bvdep.com.
 10. Сайт Федеральной службы государственной статистики: www.gks.ru.
 11. Barry, C.B., and Brown, S.J. (1984), Differential information and the small firm effect, *Journal of Financial Economics*, 13(2) (1984) 283–295.
 12. Barry, C.B., and Brown, S.J. (1985), Differential information and security market equilibrium, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 20 (1985) 407–422.
 13. Barry, C.B., and Brown, S.J. (1986), Limited information as a source of risk, *The Journal of Portfolio Management*, (1986) 66–72.
 14. Collins, D., Rozeff, M., and Dhaliwal, D. (1981), The economic determinants of the market reaction to proposed mandatory accounting changes in the oil and gas industry, *Journal of Accounting & Economics*, 3(1) (1981) 37–72.
 15. Diamond, D., and Verrecchia, R. (1991), Disclosure, liquidity, and the cost of capital, *The Journal of Finance*, 66 (1991) 1325–1355.
 16. Durnev, A., Errunza, V., and Molchanov, A. (2008), Predation and Investment Efficiency: Does Corporate Transparency Reduce Growth? –McGill University, Massey University.
 17. Dyckman, T., and Smith, A. (1979), Financial accounting and reporting by oil and gas producing companies: A study of information effects, *Journal of Accounting & Economics*, 1 (1979) 45–75.
 18. Healy, P., Hutton, A., and Palepu, K. (1999), Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure, *Contemporary Accounting Research*, 16 (1999) 485–520.
 19. Gelb, D., and Zarowin, P. (2000), Corporate disclosure policy and the informativeness of stock prices, Working Paper, New York University (New York, NY).
 20. Holthausen, R. (1981), Evidence on the effect of bond covenants and management compensation contracts on the choice of accounting techniques: The case of the depreciation switch-back, *Journal of Accounting and Economics*, 3(1) (1981) 73–109.
 21. Kim, O., and Verrecchia, R. (1994), Market liquidity and volume around earnings announcements, *Journal of Accounting & Economics*, 17 (1994) 41–68.

22. Lazareva, O., Rachinsky, A., and Stepanov, S. (2008), Corporate Governance, Ownership Structures and Investment in Transition Economies: the Case of Russia, Ukraine and Kyrgyzstan. [Электронный ресурс]. // ЦЭФИР. URL: <http://www.cefir.ru/index.php?id=35>.