

УДК 336.7

DOI: 10.34670/AR.2026.81.53.055

Влияние корпоративной прозрачности на рыночную стоимость российских компаний: эмпирический анализ

Курбанов Ахмед Нурмагомедович

Аспирант,
Казанский (Приволжский) федеральный университет,
420008, Российская Федерация, Казань, ул. Кремлевская, 18;
e-mail: mexx.kurbanov23@yandex.ru

Ахметов Рустэм Рафгетович

Доктор экономических наук,
профессор кафедры управления корпоративными финансами,
Казанский (Приволжский) федеральный университет,
420008, Российская Федерация, Казань, ул. Кремлевская, 18;
e-mail: rust-ar@mail.ru

Аннотация

В статье исследуется влияние корпоративной прозрачности на рыночную стоимость российских публичных компаний в условиях санкционного давления и институциональных ограничений. Эмпирическую базу составили панельные данные 109 компаний нефинансового сектора за 2019–2024 гг., охватывающие энергетическую, металлургическую, добывающую, транспортную, телекоммуникационную, пищевую и ИТ-отрасли. В качестве индикатора рыночной стоимости использован мультипликатор Market-to-Book (M/B), а уровень раскрытия информации измерен авторским индексом прозрачности. Для оценки влияния прозрачности применены модели объединённой регрессии, фиксированных и случайных эффектов; выбор итоговой спецификации обоснован тестами Хаусмана, Бройша–Пагана и Вальда, подтвердившими целесообразность модели фиксированных эффектов. Результаты свидетельствуют о статистически значимом влиянии уровня раскрытия информации на рыночную оценку компаний, причём наиболее устойчивыми факторами выступают уровень прозрачности, масштаб бизнеса и санкционный статус. Связь индекса прозрачности с мультипликатором M/B оказалась отрицательной, что объясняется преобладанием в выборке крупных, зрелых и государственно связанных эмитентов с традиционно более низкими мультипликаторами; при этом связь прозрачности с операционными показателями (ROA, EBITDA margin) положительна. Характер выявленного влияния определяется отраслевой спецификой, структура собственности и санкционным статусом эмитентов. Полученные выводы могут быть использованы при совершенствовании корпоративной политики раскрытия информации и механизмов корпоративного управления на российском рынке капитала.

Для цитирования в научных исследованиях

Курбанов А.Н., Ахметов Р.Р. Влияние корпоративной транспарентности на рыночную стоимость российских компаний: эмпирический анализ // Экономика: вчера, сегодня, завтра. 2026. Том 16. № 5А. С. 508-523. DOI: 10.34670/AR.2026.81.53.055

Ключевые слова

Корпоративная транспарентность, рыночная стоимость компании, раскрытие информации, информационная асимметрия, корпоративное управление, М/В, панельные данные, санкции, российский рынок капитала, методология исследования.

Введение

Влияние корпоративной транспарентности на рыночную стоимость компаний остается одним из дискуссионных вопросов корпоративных финансов. Особый интерес представляет анализ данного эффекта на российском рынке капитала, характеризующемся высокой концентрацией собственности, значительным государственным участием и санкционными ограничениями.

Логика взаимосвязи здесь достаточно прозрачна. Чем полнее компания раскрывает информацию о себе, тем меньше разрыв в осведомленности между ее менеджментом и внешними инвесторами, а значит – тем выше готовность рынка платить за ее акции. Этот механизм многократно описан в зарубежной литературе, однако переносить его выводы на российскую почву напрямую вряд ли корректно: отечественные компании работают в принципиально иной институциональной среде [Тамбовцев, 2021], и то, что справедливо для рынка с распыленной собственностью и сильной защитой миноритариев, далеко не всегда воспроизводится там, где контроль сосредоточен в руках государства и нескольких крупных акционеров.

При всем внимании к теме раскрытия информации именно российский материал изучен слабо: эмпирических работ, прослеживающих связь транспарентности с рыночной стоимостью отечественных эмитентов, немного, а после 2022 г. вопрос приобрел дополнительную остроту. Санкционное давление и перестройка рынка капитала изменили саму среду [Банк России, 2024], в которой формируются инвестиционные ожидания, и проверять прежние закономерности приходится фактически заново.

Целью исследования является оценка влияния корпоративной транспарентности на рыночную стоимость российских публичных компаний с учетом отраслевой специфики и институциональных ограничений. Достижение поставленной цели предполагает решение следующих задач: систематизацию теоретических подходов к взаимосвязи раскрытия информации и стоимости компании; формирование панельной базы данных и индекса транспарентности; построение и диагностику эконометрических моделей; интерпретацию полученных результатов с учетом особенностей российского рынка капитала.

Проблема влияния корпоративной транспарентности на рыночную стоимость компании занимает важное место в современной теории корпоративных финансов и корпоративного управления. Теоретические предпосылки данной взаимосвязи базируются на концепциях информационной асимметрии, теории сигналов, агентской теории и современных исследованиях в области раскрытия корпоративной информации [OECD, 2023].

Одним из фундаментальных направлений выступает теория информационной асимметрии,

разработанная Дж. Акерлофом. В работе «The Market for “Lemons”» автор показал, что неравномерное распределение информации между участниками рынка снижает эффективность рыночного механизма и порождает дополнительные риски для инвесторов [Akerlof, 1970]. Применительно к рынку капитала это проявляется в том, что инвесторы обладают меньшим объемом информации о деятельности компании по сравнению с ее менеджментом и контролирующими собственниками. В таких условиях раскрытие информации выступает инструментом снижения неопределенности и повышения качества инвестиционных решений.

Развитие идей информационной асимметрии получило отражение в теории сигналов М. Спенса [Spence, 1973]. Согласно данной концепции, компании используют добровольное раскрытие информации как механизм передачи рынку сигналов о собственном качестве, устойчивости и перспективах развития [Ross, 1977]. Чем выше уровень корпоративной прозрачности, тем ниже неопределенность для инвесторов и тем выше вероятность формирования благоприятной рыночной оценки. В корпоративных финансах раскрытие информации рассматривается как один из ключевых сигналов, способствующих снижению стоимости капитала и росту инвестиционной привлекательности бизнеса [Modigliani, Miller, 1958].

Для понимания того, как прозрачность компании связана с её стоимостью, важное значение имеет агентская теория М. Дженсена и У. Меклинга [Jensen, Meckling, 1976]. В рамках этой теории говорится, что когда собственники компании и её менеджеры – это разные лица, между ними могут возникать противоречия интересов. Менеджеры не всегда действуют так, как выгодно акционерам, поэтому возникает необходимость в контроле за их решениями.

Раскрытие информации помогает снизить такие риски, поскольку делает действия руководства более понятными и прозрачными для собственников и инвесторов. Благодаря этому акционеры могут лучше оценивать, насколько эффективно управляется компания. Поэтому корпоративную прозрачность можно рассматривать как один из инструментов улучшения корпоративного управления и повышения стоимости компании.

Значительный вклад в изучение раскрытия корпоративной информации внесли Д. Даймонд и Р. Верреккья [Diamond, Verrecchia, 1991], а также П. Хили и К. Палепу [Healy, Palepu, 2001]. В своих работах они показали, что более высокий уровень раскрытия информации может повышать ликвидность акций, снижать информационные риски и уменьшать стоимость привлечения капитала [Verrecchia, 2001]. Позже эти идеи были развиты в исследованиях Р. Бушмана и А. Смита [Bushman, Smith, 2003], которые рассматривали прозрачность как важный элемент корпоративного управления и защиты интересов инвесторов.

В современных работах особое внимание уделяется взаимосвязи раскрытия нефинансовой информации и стоимости бизнеса [Eccles, Krzus, 2010]. Распространение концепции ESG (Environmental, Social and Governance) существенно расширило объем раскрываемой корпоративной информации [Atan и др., 2018]. Исследования G. Friede, T. Busch и A. Bassen [Friede, Busch, Bassen, 2015], обобщающие более двух тысяч эмпирических работ, подтверждают наличие преимущественно положительной связи между качеством ESG-практик и финансовыми результатами компаний. Аналогичные выводы содержатся в работах М. Хан, Г. Серафеим и А. Юон [Khan, Serafeim, Yoon, 2016], показавших, что раскрытие существенной нефинансовой информации способствует росту стоимости компании и повышению эффективности корпоративного управления.

Вместе с тем эмпирические результаты не являются однозначными. Ряд авторов отмечает, что влияние прозрачности на рыночную стоимость зависит от институциональной среды,

отраслевой специфики, структуры собственности и особенностей национального рынка капитала [Fatemi, Fooladi, Tehranian, 2015; Li и др., 2018; Velte, 2017]. На развивающихся рынках раскрытие информации не всегда сопровождается ростом рыночной оценки и может приводить к снижению спекулятивной премии за информационную неопределенность.

Для российских компаний вопросы корпоративной транспарентности приобретают особую актуальность. И. В. Ивашковская [Ивашковская, 2012], Д. Л. Волков [Бухвалов, Волков, 2018; Волков, Берзон, 2023], А. Д. Радыгин [Радыгин, Энтов, 2015] и другие российские авторы отмечают, что у российского рынка капитала есть свои особенности [Банк России, 2023]. Во многих компаниях собственность сосредоточена в руках нескольких крупных владельцев, государство заметно влияет на бизнес, а миноритарные акционеры часто защищены слабее, чем на развитых рынках [La Porta и др., 2000].

Из-за этого для инвесторов особенно важно понимать, что реально происходит в компании. Чем больше компания раскрывает информации о своей деятельности, управлении и финансовом положении, тем меньше неопределённости для рынка. Это может повышать доверие инвесторов. При этом нельзя однозначно сказать, что более высокая прозрачность всегда напрямую увеличивает рыночную стоимость российских компаний. Эту связь нужно проверять на данных.

На основе обобщения теоретических подходов сформулированы следующие гипотезы, проверяемые в эмпирической части работы:

H0. Повышение уровня корпоративной транспарентности оказывает положительное влияние на рыночную стоимость компании [Diamond, Verrecchia, 1991].

H1. Снижение информационного риска способствует росту рыночной стоимости компании [Akerlof, 1970].

H2. Наличие аудита со стороны организаций «Большой четверки» положительно связано с рыночной оценкой компании [Botosan, 1997].

H3. Рост финансового левериджа оказывает отрицательное влияние на рыночную стоимость компании.

H4. Высокая концентрация собственности способствует повышению рыночной стоимости компании [Jensen, Meckling, 1976].

H5. Государственное участие оказывает влияние на рыночную оценку компании.

H6. Наличие иностранного капитала положительно связано с рыночной стоимостью компании.

H7. Санкционный статус оказывает отрицательное влияние на рыночную стоимость компании.

Материалы и методы исследования

Для эмпирической проверки выдвинутых гипотез проведен анализ влияния корпоративной транспарентности на рыночную стоимость российских публичных компаний методами панельной эконометрики. Эмпирическая база сформирована по данным 109 компаний нефинансового сектора за период 2019–2024 гг. В выборку включены компании энергетической, металлургической, добывающей, транспортной, телекоммуникационной, пищевой и ИТ-отраслей [TCFD, 2017].

В качестве зависимой переменной используется мультипликатор Market-to-Book (M/B), отражающий соотношение рыночной и балансовой стоимости компании [Fama, French, 1992]. Данный показатель широко применяется в исследованиях корпоративных финансов при оценке

рыночной стоимости бизнеса и инвестиционной привлекательности компаний [Волков, Берзон, 2023].

Для оценки влияния корпоративной прозрачности на рыночную стоимость построена следующая панельная регрессионная модель:

$$(M/B)_{it} = \alpha + \sum_{k=1}^{11} \beta_k X_{kit} + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

где $(M/B)_{it}$ – показатель рыночной стоимости компании i в период t ; X_{kit} – вектор объясняющих переменных модели; α – свободный член; β_k – коэффициенты регрессии; μ_i – индивидуальные эффекты компаний; ε_{it} – случайная ошибка модели.

В качестве объясняющих переменных в модель включены: индекс корпоративной прозрачности (Indxtrans) [IFRS S1, 2023]; показатель информационного риска по данным системы СПАРК (FreeidxSPARK) [СПАРК-Интерфакс, 2024], где более высокие значения соответствуют более низкому уровню риска; наличие аудита со стороны организаций «Большой четверки» (BIG4audit) [IFRS S2, 2023]; логарифм выручки (RevenyLN); финансовый леверидж (Leverid); коэффициент текущей ликвидности (CR); возраст компании (Sizeyear); государственное участие (govern); наличие иностранного капитала (ForeignCap); санкционный статус (Sank); концентрация собственности (Top3Owners).

Для оценки параметров использованы методы объединенной регрессии (Pooled OLS), фиксированных эффектов (Fixed Effects) и случайных эффектов (Random Effects). Выбор итоговой спецификации осуществлялся на основе теста Хаусмана, результаты которого подтвердили целесообразность применения модели фиксированных эффектов, учитывающей ненаблюдаемые индивидуальные характеристики компаний, постоянные во времени. Описательная статистика переменных представлена в таблице 1.

Таблица 1 - Описательная статистика

Показатель	Среднее	Медиана	Минимум	Максимум	Ст. откл.
M/B (рыночный мультипликатор)	5,206	4,824	0,00013	10,000	4,296
Indxtrans (индекс прозрачности)	22,118	23,000	12,000	28,000	5,088
FreeidxSPARK (информационный риск)	0,738	1,000	0,000	1,000	0,322
BIG4audit (доля компаний с Big4)	0,469	0,000	0,000	1,000	0,499
RevenyLN (выручка, ln)	17,044	17,498	7,949	22,800	2,809
Leverid (долг/активы)	0,378	0,309	0,000	1,000	0,332
CR (текущая ликвидность)	1,766	1,361	0,0366	6,634	1,384
Sizeyear (возраст компании)	24,539	27,000	8,000	70,000	7,913
govern (госучастие)	0,597	1,000	0,000	1,000	0,491
ForeignCap (иностраный капитал)	0,266	0,000	0,000	1,000	0,442
Sank (санкции)	0,153	0,000	0,000	1,000	0,360
Top3Owners (% топ-3 владельцев)	74,522	84,160	0,000	100,00	29,146

Источник: составлено авторами на основе расчетов в Gretl.

Среднее значение мультипликатора M/B по выборке составляет 5,206, что свидетельствует о наличии рыночной премии относительно балансовой стоимости активов у значительной части компаний. Высокий уровень стандартного отклонения (4,296) указывает на существенную неоднородность выборки по уровню рыночной оценки.

Средний индекс корпоративной прозрачности составляет 22,1 балла при максимуме 28 баллов, что свидетельствует о достаточно высоком уровне раскрытия информации среди крупных российских публичных компаний [Национальный рейтинг, 2024]; диапазон от 12 до 28

баллов отражает заметные различия в подходах к корпоративной прозрачности. Доля компаний, проходящих аудит со стороны организаций «Большой четверки», составляет 46,9 %, а государственное участие присутствует у 59,7 % компаний выборки, что подтверждает высокую роль государства в российском корпоративном секторе [Абрамов, Радыгин, Чернова, 2021].

Средний показатель финансового левериджа (0,378) характеризует умеренный уровень долговой нагрузки, а коэффициент текущей ликвидности (1,766) – приемлемую способность компаний выполнять краткосрочные обязательства. Средняя доля трех крупнейших акционеров достигает 74,5 %, что подтверждает высокий уровень концентрации собственности, характерный для российского рынка капитала [Капелюшников, 2019]. Под санкционными ограничениями находятся 15,3 % компаний, иностранный капитал присутствует в 26,6 % наблюдений.

В совокупности эти цифры дают узнаваемый портрет российского корпоративного сектора: крупные эмитенты, заметная доля которых так или иначе связана с государством [Ивашковская, 2012]. Особенно показателен разрыв по санкционным компаниям – их средний М/В составляет всего 2,29 против 5,73 у остальных. Уже на уровне описательной статистики видно, что санкционный фактор способен серьезно сдвигать рыночную оценку, и эту гипотезу предстоит проверить в регрессионных моделях.

Результаты и обсуждение

Для выявления взаимосвязей между исследуемыми переменными проведен корреляционный анализ, результаты которого представлены в таблице 2.

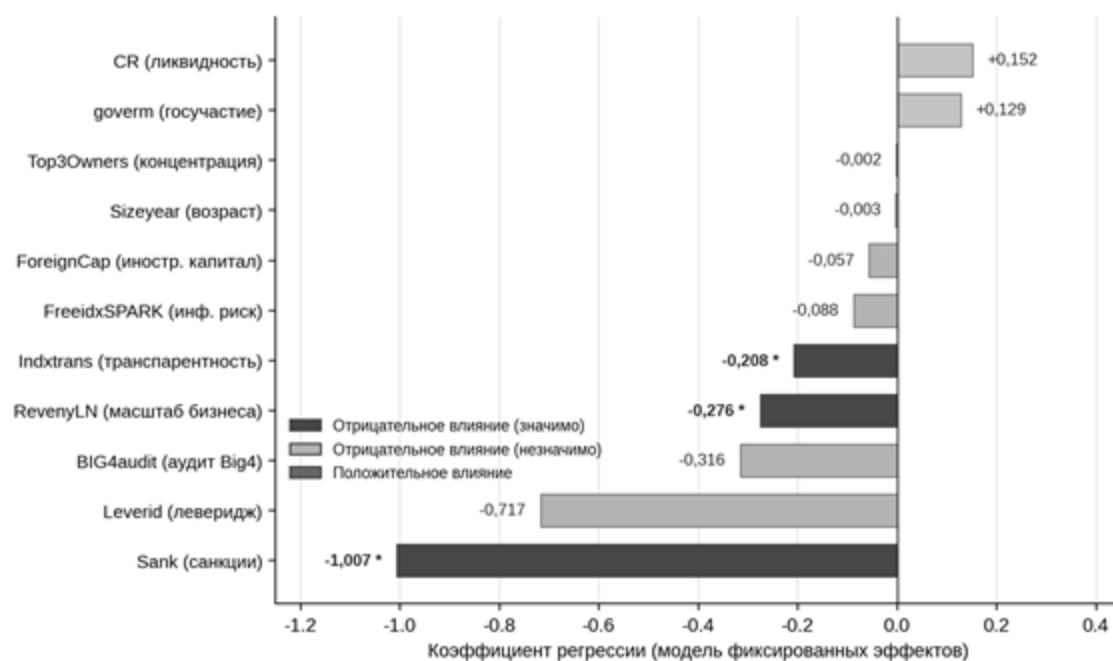
Таблица 2- Результаты корреляционного анализа

Переменная	Корреляция с М/В	Интерпретация
RevenyLN	–0,3913	Обратная связь: более крупные компании демонстрируют пониженные значения М/В, что может отражать эффект зрелости бизнеса.
Indxtrans	–0,4217	Более высокая прозрачность связана с пониженным М/В, что может объясняться отраслевой спецификой и концентрацией собственности.
FreeidxSPARK	–0,2514	Умеренно отрицательная связь между показателем информационного риска и рыночной стоимостью компании.
BIG4audit	–0,3914	Аудит Big4 обратно связан с М/В – его чаще привлекают крупные и зрелые компании.
Leverid	–0,1998	Повышение долговой нагрузки ассоциируется со снижением рыночной оценки.
CR	–0,0006	Практически нулевая связь: текущая ликвидность не влияет на М/В значимо.
Sizyear	–0,1646	Умеренно отрицательная связь: более старшие по возрасту компании оцениваются рынком ниже.
govern	–0,0339	Незначительное отрицательное влияние государственного участия на рыночную оценку.
ForeignCap	–0,0903	Слабое отрицательное влияние, возможно вследствие присутствия иностранных инвесторов в зрелых секторах.
Sank	–0,2893	Санкции оказывают выраженное негативное влияние на рыночную оценку компаний.
Top3Owners	+0,3686	Концентрация собственности положительно связана с М/В, что согласуется с агентской теорией [Jensen, Meckling, 1976].

Источник: составлено авторами на основе расчетов в Gretl.

Корреляционный анализ выявил статистически заметные связи ряда объясняющих переменных с показателем М/В. Наиболее выраженная отрицательная корреляция наблюдается для индекса корпоративной транспарентности (Indxtrans) ($-0,4217$), размера компании (RevenyLN) ($-0,3913$) и наличия аудита Big4 (BIG4audit) ($-0,3914$). Это позволяет предположить, что наиболее прозрачные компании выборки преимущественно относятся к числу крупных и зрелых эмитентов, для которых характерны относительно более низкие рыночные мультипликаторы. Отрицательная связь характерна и для санкционного статуса (Sank) ($-0,2893$). Единственной переменной с относительно сильной положительной связью является концентрация собственности (Top3Owners) ($+0,3686$), что может свидетельствовать о связи высокой концентрации контроля с более высокой рыночной оценкой [Jensen, Meckling, 1976].

Вместе с тем корреляционный анализ не позволяет делать выводы о причинно-следственных связях и требует проверки в рамках многофакторного эконометрического моделирования. Направление и относительная сила влияния ключевых факторов на показатель М/В по итоговой модели фиксированных эффектов представлены на рисунке 1.



Источник: составлено авторами на основе результатов модели фиксированных эффектов

Рисунок 1- Сила и направление влияния факторов на М/В

Построение моделей начато с регрессии методом наименьших квадратов (Pooled OLS), позволившей получить первичные оценки влияния объясняющих переменных. Результаты представлены в таблице 3.

Таблица 3 - Результаты модели регрессии (Pooled OLS)

Переменная	Коэф.	Ст. ошибка	t-статистика	p-значение
const	8,118	1,044	7,78	0,000
Indxtrans	-0,172	0,030	-5,69	0,000
FreeidxSPARK	-0,989	0,405	-2,44	0,015

Переменная	Коэф.	Ст. ошибка	t-статистика	p-значение
BIG4audit	-0,733	0,315	-2,33	0,020
RevenyLN	-0,180	0,044	-4,08	0,000
Leverid	-1,754	0,378	-4,63	0,000
CR	-0,285	0,081	-3,52	0,000
Sizeyear	-0,027	0,017	-1,61	0,108
govern	0,806	0,273	2,95	0,003
ForeignCap	0,248	0,298	0,83	0,406
Sank	-2,161	0,374	-5,78	0,000
Top3Owners	0,0366	0,0069	5,29	0,000
R ²	0,374			
N наблюдений	654			

Источник: составлено авторами на основе расчетов в Gretl.

Сильнее всего рыночную оценку «тянут вниз» два фактора – санкционный статус (Sank; $\beta = -2,161$; $p < 0,01$) и долговая нагрузка (Leverid; $\beta = -1,754$; $p < 0,01$). Для российского рынка это ожидаемо: и санкции, и высокий левэридж рынок читает как сигнал растущего риска и сужающегося доступа к внешнему капиталу. Любопытнее ведет себя индекс транспарентности (Indxtrans): связь с М/В значимая, но отрицательная ($\beta = -0,172$; $p < 0,01$). Объяснение, на наш взгляд, кроется в составе выборки – наиболее прозрачны как раз крупные, зрелые и нередко государственные эмитенты, а у таких компаний мультипликаторы традиционно скромнее.

Отрицательные коэффициенты получены также для информационного риска (FreeidxSPARK), аудита Big4 (BIG4audit), размера бизнеса (RevenyLN) и текущей ликвидности (CR). Положительное влияние оказывают государственное участие (govern; $\beta = 0,806$; $p < 0,01$), отражающее восприятие государственно связанных компаний как более устойчивых к внешним шокам, и концентрация собственности (Top3Owners; $p < 0,01$), что согласуется с концепцией эффективного мониторинга. Коэффициент детерминации $R^2 = 0,374$ указывает на способность модели объяснять 37,4 % вариации рыночной стоимости компаний.

Для проверки корректности спецификации проведен анализ мультиколлинеарности с использованием показателя инфляции дисперсии (VIF). Результаты представлены в таблице 4.

Таблица 4 - Значения VIF по объясняющим переменным

Переменная	VIF
Indxtrans	1,761
FreeidxSPARK	1,308
BIG4audit	1,758
RevenyLN	1,398
Leverid	1,156
CR	1,235
Sizeyear	1,117
govern	1,180
ForeignCap	1,142
Sank	1,065
Top3Owners	1,131

Источник: составлено авторами на основе расчетов в Gretl.

Значения VIF варьируются от 1,065 до 1,761, что существенно ниже общепринятых критических порогов и свидетельствует об отсутствии значимой мультиколлинеарности. Таким образом, включение всех рассматриваемых переменных в модель статистически обоснованно и

не требует корректировки спецификации.

Для проверки устойчивости результатов дополнительно построены модели фиксированных (FE) и случайных эффектов (RE), учитывающие индивидуальные особенности компаний в рамках панельной структуры данных. Результаты оценки модели фиксированных эффектов представлены в таблице 5.

Таблица 5 - Результаты регрессии с фиксированными эффектами (FE)

Переменная	Коэф.	Ст. ошибка	t-статистика	p-значение
Indxtrans	–0,208	0,054	–3,85	0,000
FreeidxSPARK	–0,088	0,258	–0,34	0,734
BIG4audit	–0,316	0,210	–1,50	0,134
RevenyLN	–0,276	0,074	–3,71	0,000
Leverid	–0,717	0,652	–1,10	0,273
CR	0,152	0,089	1,70	0,089
Sizeyear	–0,003	0,011	–0,26	0,791
govern	0,129	0,221	0,58	0,560
ForeignCap	–0,057	0,254	–0,23	0,819
Sank	–1,007	0,419	–2,40	0,017
Top3Owners	–0,002	0,009	–0,26	0,792
Within R ²	0,071			
Overall R ²	0,778			
N наблюдений	654			

Источник: составлено авторами на основе расчетов в Gretl.

Переход к фиксированным эффектам почти не меняет картину по трем ключевым переменным. Транспарентность (Indxtrans; $\beta = -0,208$; $p < 0,01$), масштаб бизнеса (RevenyLN; $\beta = -0,276$; $p < 0,01$) и санкции (Sank; $\beta = -1,007$; $p < 0,05$) остаются значимыми и сохраняют знак. Это важная проверка: раз отрицательная связь транспарентности с М/В держится даже после того, как мы отфильтровали все устойчивые во времени особенности каждой компании, списать ее на случайность или на скрытую неоднородность выборки уже нельзя. Отрицательный коэффициент при размере компании логично читать через зрелость бизнеса – у крупных эмитентов позиция на рынке устойчива, пространства для бурного роста меньше, и рынок оценивает их сдержаннее.

Санкционный статус и здесь давит на оценку вниз – рынок чутко реагирует на ограничение доступа к финансированию, усложнение внешних операций и сужение горизонта развития компаний. А вот ликвидность (CR) балансирует на грани значимости ($p = 0,089$), и записывать ее в ключевые драйверы стоимости было бы натяжкой. Показательно и другое: информационный риск, аудит Big4, госучастие, иностранный капитал и концентрация собственности в этой спецификации «молчат». Скорее всего, они действуют не напрямую, а через более устойчивые характеристики – отрасль, размер, структуру активов, – которые фиксированные эффекты как раз и вбирают в себя.

Результаты оценки модели случайных эффектов представлены в таблице 6.

Таблица 6 - Результаты регрессии со случайными эффектами (RE)

Переменная	Коэф.	Ст. ошибка	z-статистика	p-значение
Indxtrans	–0,177	0,033	–5,38	0,000
FreeidxSPARK	–0,667	0,310	–2,15	0,031
BIG4audit	–0,513	0,260	–1,97	0,049

Переменная	Коэф.	Ст. ошибка	z-статистика	p-значение
RevenyLN	-0,210	0,051	-4,12	0,000
Leverid	-1,246	0,432	-2,88	0,004
CR	-0,172	0,075	-2,29	0,022
Sizeyear	-0,009	0,013	-0,70	0,484
govern	0,599	0,221	2,71	0,007
ForeignCap	0,137	0,242	0,57	0,570
Sank	-1,641	0,322	-5,10	0,000
Top3Owners	0,026	0,006	4,33	0,000
R ²	0,468			
N наблюдений	654			

Источник: составлено авторами на основе расчетов в Gretl.

Случайные эффекты в целом повторяют уже знакомую картину: ядро из транспарентности (Indxtrans; $\beta = -0,177$; $p < 0,01$), масштаба бизнеса и санкционного статуса остается на месте. Но спецификация добавляет к нему еще четыре значимых фактора – информационный риск (FreeidxSPARK), леверидж (Leverid), госучастие (govern) и концентрацию собственности (Top3Owners), причем последняя связана с М/В положительно, как и предсказывает агентская теория [Jensen, Meckling, 1976]. Эти «лишние» значимости и настораживают: часть из них исчезает, стоит перейти к фиксированным эффектам. Какая модель ближе к истине, должны решать формальные критерии, а не наши предпочтения, – сопоставление двух спецификаций сведено в таблице 7.

Таблица 7 - Сравнительный анализ моделей FE и RE

Показатель	Модель FE	Модель RE
Влияние Indxtrans	Значимо отрицательное	Значимо отрицательное
Влияние RevenyLN	Значимо отрицательное	Значимо отрицательное
Влияние Sank	Значимо отрицательное	Значимо отрицательное
FreeidxSPARK	Незначимо	Значимо отрицательное
BIG4audit	Незначимо	Значимо отрицательное
Leverid	Незначимо	Значимо отрицательное
CR	Почти значимо	Значимо отрицательное
Top3Owners	Незначимо	Значимо положительное
govern	Незначимо	Значимо положительное

Источник: составлено авторами на основе расчетов в Gretl.

Сравнение моделей показывает, что при разных вариантах расчёта значимыми остаются три показателя: уровень корпоративной транспарентности (Indxtrans), размер бизнеса по выручке (RevenyLN) и санкционный статус компании (Sank). Остальные переменные ведут себя менее устойчиво. Скорее всего, это связано с тем, что в разных моделях по-разному учитываются индивидуальные особенности компаний.

Чтобы выбрать основную модель, были проведены дополнительные тесты. Тест Хаусмана ($\chi^2 = 42,7$; $p = 0,001$) показывает, что индивидуальные особенности компаний связаны с объясняющими переменными. Поэтому модель фиксированных эффектов в данном случае подходит лучше. Тест Бройша–Пагана ($LM = 112,4$; $p = 0,001$) также подтверждает, что данные имеют панельную структуру и индивидуальные различия между компаниями нужно учитывать. Тест Вальда ($\chi^2 = 109,2$; $p < 0,001$) показывает, что выбранные факторы в целом значимо объясняют изменение показателя М/В.

По итогам этих тестов в качестве основной модели была выбрана модель фиксированных эффектов. Она лучше учитывает устойчивые особенности компаний, которые могут быть связаны с уровнем прозрачности, финансовой структурой и рыночной оценкой бизнеса.

Дополнительно была проверена устойчивость результатов. Для этого построены другие варианты модели фиксированных эффектов, где в качестве зависимых переменных использовались ROA, EBITDA margin и LN(Assets). Это позволяет посмотреть, связана ли прозрачность не только с рыночной стоимостью компании, но также с её операционной эффективностью и масштабом бизнеса. Результаты приведены в таблице 8.

Таблица 8 - Результаты регрессий с альтернативными зависимыми переменными (Fixed Effects)

Переменная	M/B (FE)	ROA (FE)	EBITDA (FE)	LN(Assets) (FE)
Indxtrans	-0,208**	0,004**	0,015**	-0,019
FreeidxSPARK	-0,088	0,002	0,010	-0,011
BIG4audit	-0,316	0,006	0,012	-0,027
RevenyLN	-0,276**	0,001	-0,004	0,913***
Leverid	-0,717	-0,014	-0,083*	0,034
CR	0,152	0,003	0,006	0,006
Sizeyear	-0,003	-0,001	-0,003	0,049
govern	0,129	-0,009	-0,002	-0,108
ForeignCap	-0,057	-0,011	-0,005	0,036
Sank	-1,007*	-0,029**	-0,115**	-0,134**
Top3Owners	-0,002	0,000	0,001	-0,001

Примечание: *** p < 0,01; ** p < 0,05; * p < 0,1.

Источник: составлено авторами на основе расчетов в Gretl.

Дополнительные модели в целом подтверждают основные выводы. Индекс корпоративной прозрачности (Indxtrans) остаётся значимым во всех ключевых расчетах. При этом его связь с показателем M/B получается отрицательной, а с ROA и EBITDA margin – положительной. Это говорит о том, что более открытые компании могут работать эффективнее с точки зрения операционных результатов. Но при этом рынок не всегда оценивает такую прозрачность как фактор роста стоимости. То есть раскрытие информации может помогать бизнесу внутри, но не обязательно сразу повышает его рыночную оценку. Санкционный статус (Sank) в большинстве моделей показывает отрицательное влияние. Это ожидаемо, поскольку санкции могут ухудшать финансовые результаты компании, ограничивать доступ к рынкам, капиталу и в целом снижать возможности для развития. Чтобы дополнительно проверить устойчивость результатов, модель фиксированных эффектов была отдельно оценена по нескольким группам компаний: энергетический сектор, обрабатывающая промышленность и компании без санкционного статуса. Результаты приведены в таблице 9.

Таблица 9 - Результаты модели FE по отдельным подвыборкам компаний

Переменная	Общая модель	Энергетика	Обрабатывающая пром-сть	Без санкций
Indxtrans	-0,208**	-0,315**	-0,149	-0,184**
FreeidxSPARK	-0,088	-0,072	-0,041	-0,122
BIG4audit	-0,316	-0,214	-0,322	-0,371*
RevenyLN	-0,276**	-0,132	-0,298**	-0,221**
Leverid	-0,717	-0,592	-0,884*	-0,690
CR	0,152	0,205	0,096	0,184

Переменная	Общая модель	Энергетика	Обрабатывающая пром-сть	Без санкций
Sizeyear	–0,003	–0,008	–0,011	0,001
govern	0,129	0,240	–0,057	0,183
ForeignCap	–0,057	–0,066	–0,089	–0,041
Sank	–1,007*	–1,425**	–0,972*	–
Top3Owners	–0,002	0,001	–0,003	–0,002

Примечание: *** $p < 0,01$; ** $p < 0,05$; * $p < 0,1$.

Источник: составлено авторами на основе расчетов в Gretl.

Во всех подвыборках сохраняется отрицательная связь между индексом прозрачности и мультипликатором М/В, что свидетельствует о системном характере выявленной зависимости. Наиболее выраженный эффект наблюдается в энергетическом секторе (–0,315), тогда как в обрабатывающей промышленности он слабее. Санкционный статус остается одним из наиболее значимых факторов снижения рыночной стоимости с максимальным отрицательным эффектом в энергетике (–1,425), что может быть связано с высокой зависимостью отрасли от внешних рынков капитала, технологий и оборудования. Сохранение отрицательной связи прозрачности с рыночной оценкой в выборке компаний без санкционного статуса позволяет рассматривать данный результат как устойчивый и не обусловленный исключительно влиянием внешних ограничений.

Главный итог анализа парадоксален лишь на первый взгляд: прозрачность действительно влияет на стоимость российских компаний, но влияет «не туда», куда указывает большинство западных работ. У нас рост раскрытия информации устойчиво идет рука об руку со снижением Market-to-Book. Дело, как мы полагаем, не в том, что прозрачность вредит, а в том, кто в российских условиях оказывается прозрачным. Подробно и аккуратно раскрываются прежде всего крупные, зрелые, часто завязанные на государство эмитенты – а у них и темпы роста умереннее, и мультипликаторы исторически ниже [Healy, Palepu, 2001]. Индекс прозрачности в нашей выборке во многом «ловит» именно этот тип компаний.

Интереснее всего тут расхождение между внутренними и рыночными показателями. Когда мы меняем зависимую переменную на ROA и EBITDA margin, знак при прозрачности переворачивается на положительный: раскрытие информации помогает операционной эффективности, но в рыночную премию это автоматически не конвертируется. Получается, что в российских реалиях прозрачность работает не столько как канал передачи «хороших новостей», сколько как сигнал – она настраивает ожидания инвесторов относительно рисков, качества управления и перспектив, а не гарантирует рост котировок [Diamond, Verrecchia, 1991; Spence, 1973]. Отсюда и судьба гипотез: H0 о прямом положительном эффекте прозрачности не подтвердилась, а H7 о негативном влиянии санкций устояла во всех без исключения спецификациях.

Влияние прозрачности на рыночную оценку не является линейным и существенно различается в зависимости от отраслевой принадлежности, структуры собственности и условий функционирования компаний. К ограничениям исследования следует отнести использование выборки исключительно российских публичных компаний нефинансового сектора, а также невозможность полного учета качественных аспектов раскрытия информации в рамках количественного индекса прозрачности [29]. Дальнейшие исследования могут быть направлены на расширение временного горизонта анализа и изучение влияния отдельных компонентов корпоративной прозрачности на стоимость бизнеса.

Заключение

Результаты исследования свидетельствуют о том, что влияние корпоративной прозрачности на стоимость компании определяется не только объемом раскрываемой информации, но и институциональной средой, структурой собственности, отраслевой спецификой и внешними ограничениями, формирующими условия функционирования российских публичных компаний.

Если свести результаты к нескольким тезисам, то устойчивее всего на рыночную стоимость влияют три фактора: уровень прозрачности, масштаб бизнеса и санкционный статус – они сохраняют значимость в любой из проверенных спецификаций. Связь индекса прозрачности с Market-to-Book при этом отрицательная, и объясняется она не «вредом» раскрытия, а составом российской выборки. Санкции бьют по оценке заметнее всего, тогда как ряд классических характеристик корпоративного управления, значимых в простых моделях, тускнеет, как только мы учитываем индивидуальные особенности компаний.

Полученные выводы подтверждают значимость корпоративной прозрачности как элемента системы корпоративного управления [4] и могут быть использованы при формировании политики раскрытия информации и оценке инвестиционной привлекательности российских публичных компаний.

Библиография

1. Абрамов А.Е., Радыгин А.Д., Чернова М.И. Российский фондовый рынок: современные тенденции и перспективы развития // Экономическая политика. 2021. Т. 16. № 4. С. 8–35.
2. Банк России. Доклад для общественных консультаций «Корпоративное управление и устойчивое развитие российских публичных обществ». М.: Банк России, 2023.
3. Банк России. Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на 2025–2027 годы. М.: Банк России, 2024.
4. Бухвалов А.В., Волков Д.Л. Корпоративное управление как фактор создания стоимости компании // Вестник Санкт-Петербургского университета. Экономика. 2018. Т. 34. № 3. С. 384–408.
5. Волков Д.Л., Берзон Н.И. Корпоративные финансы: учебник. М.: Юрайт, 2023. 658 с.
6. Ивашковская И.В. Финансовые измерения качества корпоративного управления. М.: ИНФРА-М, 2012. 320 с.
7. Капелюшников Р.И. Концентрация собственности и корпоративное управление в России // Вопросы экономики. 2019. № 4. С. 5–31.
8. Национальный рейтинг корпоративного управления и раскрытия информации российских компаний. М.: Российский институт директоров, 2024.
9. Радыгин А.Д., Энтов Р.М. Корпоративное управление и защита прав собственности: эмпирический анализ и актуальные направления реформ. М.: Дело, 2015. 520 с.
10. Российский союз промышленников и предпринимателей. Практика подготовки нефинансовой отчетности российских компаний. М.: РСПП, 2024.
11. СПАРК-Интерфакс. Методология оценки информационной прозрачности российских компаний. М.: Интерфакс, 2024.
12. Тамбовцев В.Л. Теории институциональных изменений. М.: ИНФРА-М, 2021. 284 с.
13. Akerlof G.A. The market for "lemons": Quality uncertainty and the market mechanism // The Quarterly Journal of Economics. 1970. Vol. 84. No. 3. P. 488–500.
14. Atan R., Alam M.M., Said J., Zamri M. The impacts of environmental, social and governance factors on firm performance // Management of Environmental Quality. 2018. Vol. 29. No. 2. P. 182–194.
15. Botosan C.A. Disclosure level and the cost of equity capital // The Accounting Review. 1997. Vol. 72. No. 3. P. 323–349.
16. Bushman R.M., Smith A.J. Transparency, financial accounting information, and corporate governance // Economic Policy Review. 2003. Vol. 9. No. 1. P. 65–87.
17. Diamond D.W., Verrecchia R.E. Disclosure, liquidity, and the cost of capital // The Journal of Finance. 1991. Vol. 46. No. 4. P. 1325–1359.
18. Eccles R.G., Krzus M.P. One report: Integrated reporting for a sustainable strategy. Hoboken, NJ: Wiley, 2010. 256 p.

19. Fama E.F., French K.R. The cross-section of expected stock returns // *The Journal of Finance*. 1992. Vol. 47. No. 2. P. 427–465.
20. Fatemi A., Fooladi I., Tehranian H. Valuation effects of corporate social responsibility // *Journal of Banking and Finance*. 2015. Vol. 59. P. 182–192.
21. Friede G., Busch T., Bassen A. ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies // *Journal of Sustainable Finance and Investment*. 2015. Vol. 5. No. 4. P. 210–233.
22. Healy P.M., Palepu K.G. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature // *Journal of Accounting and Economics*. 2001. Vol. 31. No. 1–3. P. 405–440.
23. IFRS Foundation. IFRS S1 General requirements for disclosure of sustainability-related financial information. London: IFRS Foundation, 2023.
24. IFRS Foundation. IFRS S2 Climate-related disclosures. London: IFRS Foundation, 2023.
25. Jensen M.C., Meckling W.H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure // *Journal of Financial Economics*. 1976. Vol. 3. No. 4. P. 305–360.
26. Khan M., Serafeim G., Yoon A. Corporate sustainability: First evidence on materiality // *The Accounting Review*. 2016. Vol. 91. No. 6. P. 1697–1724.
27. La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W. Investor protection and corporate governance // *Journal of Financial Economics*. 2000. Vol. 58. No. 1–2. P. 3–27.
28. Li Y., Gong M., Zhang X.Y., Koh L. The impact of environmental, social and governance disclosure on firm value // *Business Strategy and the Environment*. 2018. Vol. 27. No. 1. P. 88–98.
29. Modigliani F., Miller M.H. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment // *American Economic Review*. 1958. Vol. 48. No. 3. P. 261–297.
30. OECD. OECD principles of corporate governance. Paris: OECD Publishing, 2023.
31. Ross S.A. The determination of financial structure: The incentive-signalling approach // *Bell Journal of Economics*. 1977. Vol. 8. No. 1. P. 23–40.
32. Spence M. Job market signaling // *The Quarterly Journal of Economics*. 1973. Vol. 87. No. 3. P. 355–374.
33. Task Force on Climate-related Financial Disclosures. Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures. Basel: Financial Stability Board, 2017.
34. Velte P. Does ESG performance have an impact on financial performance? // *Journal of Global Responsibility*. 2017. Vol. 8. No. 2. P. 169–178.
35. Verrecchia R.E. Essays on disclosure // *Journal of Accounting and Economics*. 2001. Vol. 32. No. 1–3. P. 97–180.

The Impact of Corporate Transparency on the Market Value of Russian Companies: An Empirical Analysis

Akhmed N. Kurbanov

Postgraduate Student,
Kazan (Volga Region) Federal University,
420008, 18, Kremlevskaya str., Kazan, Russian Federation;
e-mail: mexx.kurbanov23@yandex.ru

Rustem R. Akhmetov

Doctor of Economics,
Professor of the Department of Corporate Finance Management,
Kazan (Volga Region) Federal University,
420008, 18, Kremlevskaya str., Kazan, Russian Federation;
e-mail: rust-ar@mail.ru

Abstract

The article examines the impact of corporate transparency on the market value of Russian public companies under conditions of sanctions pressure and institutional constraints. The empirical base

comprised panel data from 109 non-financial sector companies for 2019–2024, covering the energy, metallurgical, mining, transport, telecommunications, food, and IT industries. The Market-to-Book (M/B) multiplier was used as an indicator of market value, and the level of information disclosure was measured by the author's transparency index. To assess the impact of transparency, pooled regression, fixed effects, and random effects models were applied; the choice of the final specification was substantiated by the Hausman, Breusch-Pagan, and Wald tests, which confirmed the appropriateness of the fixed effects model. The results indicate a statistically significant impact of the level of information disclosure on the market valuation of companies, with the level of transparency, business scale, and sanctions status being the most stable factors. The relationship between the transparency index and the M/B multiplier turned out to be negative, which is explained by the predominance in the sample of large, mature, and state-connected issuers with traditionally lower multipliers; at the same time, the relationship between transparency and operational indicators (ROA, EBITDA margin) is positive. The nature of the identified impact is determined by industry specifics, ownership structure, and the sanctions status of issuers. The findings can be used to improve corporate disclosure policy and corporate governance mechanisms in the Russian capital market.

For citation

Kurbanov A.N., Akhmetov R.R. (2026) Vliyanie korporativnoy transparentnosti na rynochnuyu stoimost' rossiyskikh kompaniy: empiricheskiy analiz [The Impact of Corporate Transparency on the Market Value of Russian Companies: An Empirical Analysis]. *Ekonomika: vchera, segodnya, zavtra* [Economics: Yesterday, Today and Tomorrow], 16 (5A), pp. 508-523. DOI: 10.34670/AR.2026.81.53.055

Keywords

Corporate transparency, company market value, information disclosure, information asymmetry, corporate governance, M/B, panel data, sanctions, Russian capital market, research methodology.

References

1. Abramov, A. E., Radygin, A. D., & Chernova, M. I. (2021). Rossiyskiy fondovyy rynek: sovremennyye tendentsii i perspektivy razvitiya [Russian stock market: Current trends and development prospects]. *Ekonomicheskaya politika* [Economic Policy], 16(4), 8–35.
2. Akerlof, G. A. (1970). The market for "lemons": Quality uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488–500.
3. Atan, R., Alam, M. M., Said, J., & Zamri, M. (2018). The impacts of environmental, social and governance factors on firm performance. *Management of Environmental Quality*, 29(2), 182–194.
4. Bank of Russia. (2023). Doklad dlya obshchestvennykh konsultatsiy "Korporativnoe upravlenie i ustoychivoe razvitiye rossiyskikh publichnykh obshchestv" [Consultation report "Corporate governance and sustainable development of Russian public companies"]. Bank of Russia.
5. Bank of Russia. (2024). Osnovnye napravleniya razvitiya finansovogo rynka Rossiyskoy Federatsii na 2025–2027 gody [Guidelines for the development of the Russian financial market for 2025–2027]. Bank of Russia.
6. Botosan, C. A. (1997). Disclosure level and the cost of equity capital. *The Accounting Review*, 72(3), 323–349.
7. Bukhvalov, A. V., & Volkov, D. L. (2018). Korporativnoe upravlenie kak faktor sozdaniya stoimosti kompanii [Corporate governance as a factor of company value creation]. *Vestnik Sankt-Peterburgskogo universiteta. Ekonomika* [St. Petersburg University Journal of Economic Studies], 34(3), 384–408.
8. Bushman, R. M., & Smith, A. J. (2003). Transparency, financial accounting information, and corporate governance. *Economic Policy Review*, 9(1), 65–87.
9. Diamond, D. W., & Verrecchia, R. E. (1991). Disclosure, liquidity, and the cost of capital. *The Journal of Finance*, 46(4), 1325–1359.

10. Eccles, R. G., & Krzus, M. P. (2010). *One report: Integrated reporting for a sustainable strategy*. Wiley.
11. Fama, E. F., & French, K. R. (1992). The cross-section of expected stock returns. *The Journal of Finance*, 47(2), 427–465.
12. Fatemi, A., Fooladi, I., & Tehranian, H. (2015). Valuation effects of corporate social responsibility. *Journal of Banking and Finance*, 59, 182–192.
13. Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance and Investment*, 5(4), 210–233.
14. Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1–3), 405–440.
15. IFRS Foundation. (2023a). IFRS S1 General requirements for disclosure of sustainability-related financial information. IFRS Foundation.
16. IFRS Foundation. (2023b). IFRS S2 Climate-related disclosures. IFRS Foundation.
17. Ivashkovskaya, I. V. (2012). Finansovye izmereniya kachestva korporativnogo upravleniya [Financial dimensions of corporate governance quality]. *INFRA-M*.
18. Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
19. Kapelyushnikov, R. I. (2019). Kontsentratsiya sobstvennosti i korporativnoe upravlenie v Rossii [Ownership concentration and corporate governance in Russia]. *Voprosy ekonomiki [Questions of Economics]*, 4, 5–31.
20. Khan, M., Serafeim, G., & Yoon, A. (2016). Corporate sustainability: First evidence on materiality. *The Accounting Review*, 91(6), 1697–1724.
21. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1–2), 3–27.
22. Li, Y., Gong, M., Zhang, X. Y., & Koh, L. (2018). The impact of environmental, social and governance disclosure on firm value. *Business Strategy and the Environment*, 27(1), 88–98.
23. Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review*, 48(3), 261–297.
24. National rating of corporate governance and information disclosure of Russian companies. (2024). Russian Institute of Directors.
25. OECD. (2023). OECD principles of corporate governance. OECD Publishing.
26. Radygin, A. D., & Entov, R. M. (2015). Korporativnoe upravlenie i zashchita prav sobstvennosti: empiricheskiy analiz i aktual'nye napravleniya reform [Corporate governance and protection of property rights: Empirical analysis and current reform directions]. Delo.
27. Ross, S. A. (1977). The determination of financial structure: The incentive-signalling approach. *Bell Journal of Economics*, 8(1), 23–40.
28. Russian Union of Industrialists and Entrepreneurs. (2024). Praktika podgotovki nefinansovoy otchetnosti rossiyskikh kompaniy [The practice of preparing non-financial reporting by Russian companies]. RUIE.
29. SPARK-Interfax. (2024). Metodologiya otsenki informatsionnoy prozrachnosti rossiyskikh kompaniy [Methodology for assessing the information transparency of Russian companies]. Interfax.
30. Spence, M. (1973). Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355–374.
31. Tambovtsev, V. L. (2021). Teorii institutsional'nykh izmeneniy [Theories of institutional change]. *INFRA-M*.
32. Task Force on Climate-related Financial Disclosures. (2017). Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures. Financial Stability Board.
33. Velte, P. (2017). Does ESG performance have an impact on financial performance? *Journal of Global Responsibility*, 8(2), 169–178.
34. Verrecchia, R. E. (2001). Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1–3), 97–180.
35. Volkov, D. L., & Berzon, N. I. (2023). Korporativnye finansy [Corporate finance]. Yurait.