УПРАВЛЕНЕЦ № 5/57/ 2015

Раскрытие корпоративной информации: преимущества и недостатки

БАЙМУХАМЕДОВА Айжан Маликовна
Магистр, преподаватель кафедры менеджмента

Казахстанский институт менеджмента, экономики и прогнозирования
050010, Республика Казахстан,
г. Алматы, пр. Абая, 4
Тел.: (727) 270-43-20
E-mail: djanin50@mail.ru

БАЙМУХАМЕДОВА Гульзада Сейдувалиевна
Кандидат экономических наук, доцент кафедры экономики и управления

Костанайский социально-технический университет имени академика З. Алдамжара
110010, Республика Казахстан,
г. Костанай, ул. Герцена, 27
Тел.: (714) 255-26-44
E-mail: gulzada48@mail.ru

Ключевые слова

РАСКРЫТИЕ ИНФОРМАЦИИ
КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ
ФИНАНСОВАЯ СТАБИЛЬНОСТЬ

Аннотация

Статья представляет собой критический обзор литературы по раскрытию корпоративной информации с последующей систематизацией выводов, найденных в данных источниках. Дано определение понятия «раскрытие информации»; выделены его основные категории. Авторами проанализированы преимущества и недостатки раскрытия компаниями внутренних данных, а также его последствия как для самой организации, так и для всех заинтересованных лиц. Обобщены выводы о влиянии раскрытия корпоративных сведений на финансовых рынках. Отмечено, что, несмотря на привлекательность открытого доступа к данным компании, негативные стороны данной практики способны заметно снизить ее преимущества.

JEL classification

G30, G32

В настоящее время растущий интерес к раскрытию корпоративной информации наблюдается как среди теоретиков, так и среди практиков. После краха фондового рынка в 1929 г. законодательные меры в этой области были направлены на ограничение свободы компаний в предоставлении внутренних данных участникам рынка акционерного капитала. Эти меры распространялись на своевременность и глубину раскрытия информации, а также ее состав и форму [26].

Одной из главных целей раскрытия финансовой отчетности является предоставление необходимых данных об экономическом и финансовом состоянии компании всем заинтересованным лицам. Тем не менее многочисленные бухгалтерские скандалы с Enron, WorldCom, Global Crossing, Xerox, Adelphia, Parmalat, Lucent, Tyco и др. поколебали уверенность общественности в достоверности финансовых отчетов. Упомянутые мошенничества рассматривались как доказательство несостоятельности основных моделей корпоративного управления, а также свидетельствовали о пагубности недостаточного раскрытия информации. Для недопущения повторения подобных ситуаций в законодательство Европы и США были внесены значительные изменения: внедрялись новые механизмы управления, ужесточались требования к объему и контролю над содержапнием раскрываемой информацией, главным образом посредством закона Сарбейнза–Оксли, принятого в США в 2002 г.

Существует мнение, что скудность раскрываемых показателей лежала в основе кризиса 2008 г., а их непрозрачность сказывалась на всех инвестиционных банках [8]. С самого начала кризиса повышение прозрачности рассматривалось как одна из главных составляющих улучшенного финансового регулирования. С этой целью расследовались случаи мошенничеств и манипуляций информацией за счет сложности структурированных продуктов, перепродаваемых на рынке. Кроме того, мандат нового Совета по финансовой стабильности, созданного странами Большой двадцатки в апреле 2009 г., содержит требование для его членов по обеспечению прозрачности финансового сектора.

Таким образом, информационная асимметрия между фирмой или банком и третьей стороной, будь то инвесторы, кредиторы, сотрудники или государственные органы, может считаться одним из основных виновников финансово-экономических кризисов и главной причиной опасений всех действующих лиц. Раскрытие информации, добровольное или обязательное, способно оказать положительное влияние на сглаживание информационной асимметрии, организацию действенного контроля над менеджерами и восстановление эффективного управления. В целом, хотя проблема не нова, кризис определил прозрачность, а следовательно и раскрытие информации, в качестве основных методов решения.

Проблемы информационной асимметрии уже давно обсуждаются в литературе, в частности по корпоративным финансам [2; 15]. Данная асимметрия противопоставляет менеджеров акционерам. В более широком смысле это противостояние между инсайдерами (менеджеры и мажоритарные акционеры) с одной стороны и аутсайдерами (миноритарные акционеры, кредиторы) – с другой. К аутсайдерам можно также отнести регулирующие органы, лиц и организации, чья деятельность связана с обработкой информации – финансовых аналитиков, рейтинговые агентства. Разграничивая собственность на капитал и надзор, информационная асимметрия поднимает проблему контроля акционеров над действиями менеджеров.

Таким образом, целью данной статьи является обзор литературы по теме раскрытия корпоративной информации и систематизация основных выводов, найденных в этих источниках. Авторы сфокусировали свое внимание на свежих эмпирических материалах, дискутирующих о последствиях раскрытия внутренних сведений на финансовых рынках. Нами пе-

UPRAVLENETS № 5/57/ 2015

Corporate Disclosure: A Review of Its Benefits and Costs

Aizhan M. BAIMUKHAMEDOVA
Magister, Lecturer of Management Dept.

KIMEP University
050010, the Republic of Kazakhstan, Almaty, Abay Ave., 4
Phone: (727) 270-43-20
E-mail: djanin50@mail.ru

Gulzada S. BAIMUKHAMEDOVA
Cand. Sc. (Econ.), Associate Professor of Economics and Management Dept.

Kostanay Social-Technical University named after academician Z. Aldamzhar
110010, the Republic of Kazakhstan, Kostanay, Gertsen St., 27
Phone: (714) 255-26-44
E-mail: gulzada48@mail.ru

Keywords

DISCLOSURE
CORPORATE GOVERNANCE
FINANCIAL STABILITY

Abstract

The article represents a critical review of the literature on corporate disclosure, followed by the systematization of the conclusions found in these resources. The definition of the term *corporate disclosure* is given; its main categories are identified. The authors have analyzed the advantages and disadvantages of disclosing internal data and its implications for both the organization and stakeholders. The conclusions about the impact of corporate disclosure in the financial market are generalized. It is specified that, despite the advantages of open access to company data, the negative aspects of this practice can reduce its benefits significantly.

JEL classification

G30, G32

The significance of corporate disclosure practices has been of growing interest both in theory and in practice. Since the stock market collapse in 1929, regulatory efforts have pointed in the direction of limiting the firm's decision in settling the timeliness, scope, content and form of disclosure provided to equity capital market participants and others [26].

One of the main objectives of the disclosure of financial statements is to inform internal and external users on the economic and financial situation of an organization. However, famous fraud scandals (Enron, WorldCom, Global Crossing, Xerox, Adelphia, Parmalat, Lucent, Tyco, etc.) have eroded public confidence in financial reporting. These malpractices have been considered as proof of the failure of the prevailing models of corporate governance, and of the dangers of a lack of disclosure. Since then, regulation in Europe and across the Atlantic has responded by attempting to impose new mechanisms of governance and by requesting from firms more information obligations, and better controls of information, notably through the Sarbanes-Oxley Act in 2002 in the United States.

Lack of disclosure is once again considered as lying at the heart of the crisisof 2008, with opacity affecting all investment banks [8]. And, from the very beginning of the crisis, increased transparency has been seen as one of the main elements of an improved financial regulation. The manipulation of information, via the complexity of structured products resold in the markets, and plain fraud, are again being investigated. Moreover, the mandate of the new Financial Stability Board, created by G20 countries in April 2009, contains a requirement for its members to maintain the transparency of the financial sector.

Information asymmetry between the firm or the bank and third parties, whether these are investors, creditors, employees or the public authorities, can thus safely be considered as one of the main culprits of financial and economic crises and, as such, lies at the heart of actors' concerns. Disclosure, whether voluntary or mandatory, would have the virtue of reducing information asymmetries and of allowing effective control of managers, and reestablishing good governance. In sum, though the problem is not new, the current crisis has installed transparency, and thus disclosure, as a one of major solution.

The problems of information asymmetry have long been highlighted in the literature, in particular in the corporate finance literature [2; 15]. These information asymmetries oppose the manager and the shareholders, or, following a broader view, they oppose on the one hand those who are commonly called insiders (managers and majority shareholders) and, on the other hand, the outsiders (minority shareholders, creditors, and other stakeholders). One could also include the regulatory authorities among these outsiders, as well as information professionals – the rating agencies and financial analysts. As part of a separation between the ownership of capital and control, information asymmetries pose the problem of the ex post control of the choices of managers by shareholders.

The objective of this article is thus to organize this new literature and review its main conclusions. We focus on the recent empirical literature considering the consequences of corporate disclosure on financial markets. We present the benefits of disclosure, but we focus on the costs of disclosure to point out that, even if disclosure brings benefits, its costs should induce one to be careful of too much disclosure. Not only has disclosure drawbacks per se (i.e., transparency is not always intrinsically desirable), but it also appears that other drawbacks can be generated by an imperfect design of the regulation on disclosure.

DEFINING CORPORATE DISCLOSURE

Corporate disclosure can be defined as the communication of information by people inside the public firms towards people outside. The main aim of corporate disclosure is "to communicate firm performance and governance to outside investors" [12]. It includes everything contained in the company's annual report, interim report, information announcements, general meeting,

речислены выгоды свободного доступа к данным, хотя особый упор был сделан на издержках раскрытия. Этим мы подчеркиваем, что одновременно с преимуществами у информационной открытости есть и серьезные издержки, с которыми может столкнуться компания в случае предоставления излишней глубины доступа. Процесс раскрытия как таковой обладает некоторыми недостатками, но несовершенство законодательного регулирования данной сферы создает дополнительные трудности.

ОПРЕДЕЛЕНИЕ ПОНЯТИЯ «РАСКРЫТИЕ ИНФОРМАЦИИ»

Под раскрытием корпоративной информации понимается передача внутренних сведений компании ее сотрудниками широкому кругу лиц. Главная цель данной практики – обеспечить доступность необходимых данных о положении дел компании для внешних инвесторов [12]. Состав раскрываемой информации включает в себя материалы годового и промежуточных отчетов, информационные объявления, решения общего собрания, пресс-релизы, журнальные и газетные статьи. В последнее время заметно возросла роль Интернета как средства коммуникации. Под уровенем раскрытия понимается количество информации, предоставляемое компанией широкой общественности. С помощью публичных форм раскрытия компании доводят данную информацию до сведения всех заинтересованных лиц.

Раскрытие информации можно разделить на две основные категории – обязательное и добровольное. Обязательное раскрытие обусловлено требованиями норм законодательства, правилами профессиональной деятельности в форме стандартов, а также правилами листинга на фондовых биржах. Добровольное раскрытие – это любая дополнительная информация, предоставленная сверх объема, предписанного органами регулирования.

Компания может повысить уровень своей прозрачности несколькими способами. Первый – увеличить объем раскрываемых сведений. Например, предоставить в свободный доступ полугодовой отчет и отчет о проведенных мероприятиях, публиковать подробные ежеквартальные доклады, включая финансовую информацию, например, отчеты о доходах и прибылях.

Второй способ – увеличить частоту обнародования данных. В этом случае сотрудники компании могут давать больше интервью или организовывать регулярные встречи с финансовыми аналитиками. Третий способ – упростить доступ к информации, опубликовав ее на сайте компании и транслируя в новостных лентах. И наконец, четвертый способ – повысить качество предоставляемых сведений путем совершенствования внутреннего и внешнего контроля, как того требует закон Сарбейнза–Оксли. Важную роль играют стандарты бухгалтерского учета.

ПРЕИМУЩЕСТВА РАСКРЫТИЯ ИНФОРМАЦИИ

В этом разделе мы поясним, почему практика раскрытия информации востребована частными лицами и государственными органами власти. Какие преимущества получают акционеры от доступа к корпоративным данным? Каков потенциальный вклад информационной прозрачности компаний в общественное благосостояние?

Раскрытие – проводится ли оно по требованиям законодательства или по желанию самой компании – приносит выгоды акционерам в том случае, если создает стоимость. Для этого существует несколько механизмов.

Согласно большинству исследований положительная динамика в раскрытии информации создает стоимость для акционеров. Данное утверждение верно вне зависимости от используемого метода повышения прозрачности. Например, Гончаров и соавторы в своей работе показывают, что в течение года выше котируются акции тех немецких компаний, которые аккуратно соблюдают законодательные нормы в области раскрытия информации [11]. По мнению Пателя и Далласа, прозрачность компании (измеренная по системе балльной оценки агентства Standard & Poor's) повышает отношение рыночной цены акции к ее балансовой учетной стоимости [23].

Раскрытие информации также создает акционерную стоимость, позволяя компании снизить затраты на свой капитал. Многие исследования подтверждают это положительное влияние (см., например, [3; 4; 7; 10; 20]).

И наконец, компания может получить выгоду от раскрытия внутренней информации путем дополнительных инвестиций. Согласно исследованию Хураны и соавторов, чем выше прозрачность компании, тем большая доля ее роста будет финансироваться за счет внешних источников [17]. Основная идея заключается в том, что открытый доступ к данным упрощает внешнее финансирование, поток инвестиций и рост.

В целом отметим, что практика раскрытия информации может иметь положительный эффект для акционеров.

Первый механизм связан с информацией, которой располагают третьи лица. Одним из главных результатов доступности сведений о компании является сглаживание информационной асимметрии, которая царит среди инвесторов. Посредством так называемого информированного трейдинга эта асимметрия позволяет осведомленным игрокам получать прибыль в ущерб тех инвесторов, которые данной информацией не обладают. Как следствие, маркет-мейкеры увеличивают разницу между курсами продавца и покупателя, чтобы защитить себя от информированного трейдинга. Таким образом, можно говорить о положительном влиянии раскрытия корпоративной информации, если оно (раскрытие) уменьшает спред между ценами продавца и покупателя. Это свидетельствует о снижении стоимости капитала, что выгодно для компании.

Широта сведений о состоянии компании положительным образом сказываются на объективности инвесторов на финансовом рынке. Чем выше прозрачность фирмы, тем большее количество участников рынка обладает конкретной информацией относительно ее акций. Таким образом, ценовые колебания на акции в меньшей степени зависят от общей тенденции на рынке, а больше обусловлены деятельностью самой фирмы. Как следствие, снижаются систематический (рыночный) риск и стоимость капитала. Патель и Даллас эмпирически подтвердили данную закономерность: компания с большей информационной прозрачностью получает преимущество от снижения бета-коэффициента [23]. Ферелл [9] и Ламберт [18] в своих исследованиях также подтвердили, что раскрытие информации снижает волатильность прибыли.

Падение стоимости капитала также объясняется вторым механизмом – ростом ликвидности акций. Информированный трейдинг порождает сильные колебания цен на акции, однако если информация общедоступна и известна большому количеству участников рынка, изменения цены сглаживаются и рынок становится более ликвидным. Даймонд и Верричия продемонстрировали теоретически, что более высокая степень раскрытия уменьшает информационную асимметрию и объем информированно-

press releases, magazine stories, and newspapers. Recently, the Internet has become an additional medium of communication. The 'level of disclosure' refers to the quantity of information disclosed by the firm to the public. Disclosure of information is publicly communicated by companies to various user groups who have an interest in the business.

Corporate disclosure can be divided into two broad categories, mandatory disclosure and voluntary disclosure. Mandatory disclosure is information revealed in the fulfillment of disclosure requirements of statute in the form of laws, professional regulations in the form of standards and the listing rules of stock exchanges. Voluntary disclosure is any information revealed in excess of mandatory disclosure.

A firm can increase its level of disclosure in different ways. First, the quantity of information disclosed may be higher. For instance, a biannual financial report and activity report, and detailed quarterly publications, including financial information, e.g. the revenue and the earnings.

Second, the disclosure may be more frequent. For example the manager may decide to give more interviews or to organize meetings with financial analysts. Third, the information disclosed may be more easily available on the company website and on all the media. Finally, the quality of the information disclosed may be enhanced. The quality of disclosure can be improved by a better internal control or external control, as required by the Sarbanes Oxley Act. The accounting standards play an important role.

BENEFITS OF DISCLOSURE

In this section, we examine why disclosure is currently desired by private actors and public authorities. What are the expected benefits for shareholders? What are its potential contributions to social welfare?

Disclosure, whether it is imposed on the firm by regulation or supplied voluntarily by the firm, is beneficial for shareholders if it creates value. This can come through several mechanisms.

Most of the studies show that the increase in disclosure creates value for shareholders. This is true whatever the way disclosure is enhanced. For instance, Goncharov and et al. [11] show that German firms that comply with the regulation relating to disclosure enjoy a higher share price, over a period of a year. Patel and Dallas [23] show that a firm's disclosure (measured by Standard & Poor's transparency score) increases the price to book ratio.

Disclosure also creates shareholder value by allowing a firm to reduce the cost of its capital. The majority of the studies show this positive impact (see [3; 4; 7; 10; 20]).

Finally, a firm can gain from its own disclosure by the additional investments that it may be able to implement. Khurana et al. [17] show that the more transparent a firm is, the higher the part of a firm growth that is financed externally will be. The underlying idea is that disclosure facilitates external financing, investments and growth.

To sum up, it seems that disclosure can actually have positive effects for shareholders.

The first mechanism relates to the information held by third parties, whether it is favorable or not. One of the first effects of better information is the reduction in information asymmetry that prevails among investors. This asymmetry allows informed agents to make profits to the detriment of uninformed agents, through what is known as informed trading. As a consequence, market makers increase their bid-ask spread to protect themselves from informed trading. The success of disclosure can thus be claimed if it reduces the bid-ask spread, as this means a reduction of the cost of capital, which is beneficial to the firm.

Enhancing the information received by investors in the financial market allows them to improve the quality of their expectations. The more transparent a firm is, the more actors in the market get information that is specific to the share. Variations of the price of the share thus depend less on the general market trend, and more on reasons related to the firm. Thus, the systematic risk decreases, and the cost of capital is lower. This has been empirically verified, notably by Patel and Dallas [23]: a more transparent firm benefits from a reduction in its beta. Ferrell [9] and Lambert et al. [18] also show that disclosure leads to a reduction in the volatility of returns.

The fall in the cost of capital is also explained by a second mechanism, namely increased share liquidity. Informed trading produces a strong variation in the share price whereas, if information is diffuse, the price variations should be smoothed out, and the market will be more liquid. Diamond and Verrecchia [6] theoretically demonstrate that an increased degree of disclosure reduces information asymmetries and the volume of informed trading. So, disclosure increases liquidity, and attracts investors to the market. The market makers will therefore increase the price at which they offer the share, which leads to a fall in the cost of capital. Coates [5] puts forward another argument when looking at the Sarbanes-Oxley Act, namely the role played by confidence: if disclosure regulation allows fraud to be reduced, investors feel more confident and become more numerous. The market becomes more liquid, which is expressed by a greater depth and by a reduced bid-ask spread. The cost of capital thus declines.

A third mechanism comes through improvements in corporate governance. Hermalin and Weisbach [13], for example, emphasize a better control of the executive management by the board, while Lambert et al. [18] insist on better decisions taken by managers, with the due consequences on the cost of capital, if only through a reduction of the private profits extracted by managers. The correlation between the company's cash flows and those of other firms (correlation caused in particular by attempts at concealment) is therefore reduced, and the market risk of the share and therefore the company's cost of capital are lower.

Agency theory (see [15; 16]) posits disclosure as a mechanism which decreases agency costs, for example, by producing accounting reports and increasing the amount of information contained in these reports [21; 22]. Disclosure is a mechanism to persuade shareholders and other parties that the company is being properly managed and is accountable to them. It is also a mechanism to reduce investors' uncertainty. In other words, disclosure increases the confidence of shareholders, and hence reduces information asymmetry.

Agency theory predicts that some annual reports' disclosure may provide a mechanism of reducing shareholder monitoring costs and also ease the moral hazard problem [25]. Disclosure plays a device in reducing the adverse effects to moral hazard and adverse selection implications.

COSTS OF DISCLOSURE

The question is the following (see [1]): if disclosure is so positive, why do firms not engage in it always spontaneously? The sheer fact that firms have been forced to reveal information by one (or more) specific pieces of legislation is in itself revealing and allows us to think that disclosure leads to costs that the political decision-makers are more or less ready to impose on their firms (without ignoring the fact that through lobbying these can make known their (in)ability to bear these costs). The very cost of producing and disseminating information cannot be ignored. Even if the permanence of the legal obligation allows procedures to be standardized and economies of

го трейдинга [6]. Таким образом, информационная прозрачность благотворным образом сказывается на ликвидности и привлекает инвесторов на рынок. Вследствие этого маркет-мейкеры повышают цену, по которой они предлагают акции, что ведет к падению стоимости капитала. В 2007 г., основываясь на законе Сарбейнза–Оксли, Коутс выдвинул дополнительный аргумент, а именно, уверенность инвесторов и ее значение: если законодательное регулирование практики раскрытия информации позволяет эффективно предотвращать мошенничества, это положительно сказывается на уверенности инвесторов и ведет к росту их числа [5]. Повышается уровень ликвидности рынка, что выражается в уменьшении спреда между курсами продавца и покупателя. Соответственно, снижается стоимость капитала.

Третий механизм заключается в совершенствовании корпоративного управления. Так, Эрмалин и Вайсбах подчеркивают необходимость повышенного контроля совета директоров над исполнительным руководством [13]. В свою очередь, Ламберт и соавторы уделяют внимание качеству решений, принимаемых менеджерами [18]. Обдуманные и взвешенные решения оказывают влияние на стоимость капитала. По их мнению, уменьшая объем личных доходов, менеджеры обеспечивают часть денежных потоков. Поэтому корреляция между потоками денежных средств отдельно взятой организации и потоками других компаний снижается (корреляция, в частности, вызвана попытками сокрытия). Акции бета, а следовательно, и стоимость капитала компании падают.

В теории агентских отношений (см., например, [15; 16]), практика раскрытия информации выступает механизмом, снижающим агентские затраты посредством, например, составления бухгалтерских отчетов и публикации в них более полных сведений [21; 22]. Раскрытие корпоративной информации – способ убедить акционеров и остальных заинтересованных лиц в наличии у компании эффективного управления и ее открытости. Это также метод борьбы с неопределенностью инвесторов. Иными словами, информационная прозрачность повышает уверенность акционеров и, как результат, сглаживает информационную асимметрию.

По предположению сторонников агентской теории, раскрытие нескольких годовых отчетов может служить механизмом снижения затрат акционеров на мониторинг, а также облегчить проблему морального риска [25]. Помимо этого, публикация корпоративных сведений уменьшает вероятность возникновения морального риска и проблемы выбора.

ИЗДЕРЖКИ РАСКРЫТИЯ

Вопрос заключается в следующем (см. [1]): если раскрытие информации дает столько преимуществ, почему компании не применяют данную практику добровольно? Сам факт того, что они вынуждены раскрывать внутреннюю информацию при соблюдении требований одного (или нескольких) узконаправленных законодательных актов, наводит на мысль, что раскрытие сведений сопряжено с затратами, которые политические руководители до определенной степени готовы возложить на компании (не игнорируя тот факт, что лоббирование может сделать явной их способность или неспособность понести эти издержки). К тому же нельзя не учитывать стоимость сбора и распространения информации. Даже если неизменность правовых обязательств позволяет стандартизировать процедуры и использовать экономию от масштаба, прямые затраты на раскрытие информации сохраняют свою значимость.

Представляет некоторую сложность определение оптимальных правил раскрытия данных. Предпочтительно, чтобы регулирование было адаптировано к характеристикам фирмы – ее размеру, роли на рынке и т.д. Существующие нормы должны привлекать фирмы и капитал на рынки, для которых они установлены. Очевидно, что это условие затрудняет не только их определение, но также и порядок применения. Таким образом, регулирование практики раскрытия информации может создать недобросовестную конкуренцию и способствовать захвату регулятора. Прежде всего, правила обеспечения прозрачности, вероятно, применимы не для всех компаний, на которые они распространяются, что усугубляет проблему добросовестной конкуренции. В этом плане закон Сарбейнза–Оксли представляет собой подходящую опорную базу для аналитиков. Результаты его реализации свидетельствуют, что малые и средние предприятия несут повышенные издержки по обеспечению информационной прозрачности ввиду фиксированных сумм, затрачиваемых на исполнение необходимых процедур и обеспечение публикаций, требуемых по данному закону [14].

Таким образом, затраты на раскрытие информации характеризуются не только высокой стоимостью, но и неравномерным распределением, так как небольшие компании и отдельные секторы рынка в силу специфики своей деятельности вынуждены нести расходы в большем объеме. Очевидно, что подход «всех под одну гребенку» здесь не работает.

Потенциальные издержки раскрытия данных с точки зрения управления и принятия менеджерских решений также принимались во внимание. С одной стороны, дополнительное время, затраченное менеджерами и их командами на сбор исчерпывающей информации или проверку ее достоверности, ведет к возникновению альтернативных издержек. Расходы на управление, обусловленные ростом правовых обязательств по раскрытию информации, могут выйти далеко за рамки, установленные Коутсом [5]. Проанализировав результаты введения закона Сарбейнза–Оксли, Лейц и соавторы обнаружили, что размер затрат, установленный данным законом, усиливает тенденцию среди менеджеров к сокрытию своей деятельности, чтобы защитить собственные интересы и снизить внешний мониторинг, в особенности когда не обеспечена надлежащая нормативно-правовая защита инвесторов [19].

Помимо затрат на организацию, раскрытие информации повышает информационные издержки. Вопрос состоит в том, как информация, полученная инвесторами, трансформируется в «полезные сведения», т.е. знания, которые можно использовать для оценки состояния компании. Обязательное раскрытие не всегда подразумевает передачу ценной информации третьей стороне. Более того, требования к прозрачности компании не означают публикацию достоверных данных. Как доказал опыт последнего десятилетия, мошенничество было и остается угрозой, нависающей над головами инвесторов. Ссылаясь на бухгалтерские скандалы, произошедшие в США в этот период, Резайи провел анализ причин, способов и последствий распространения сфальсифицированных отчетных документов, которые в большинстве своем были возможны только при условии сговора ведущих менеджеров с аудиторами (ярким примером является дело «Энрон») [24].

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В данной статье авторы преследовали цель обобщить выводы, сделанные в литературных источниках, о влиянии и последствиях раскрытия корпоративной информации на финансовых рынках. Отдельного упоминания заслуживают два

scale to be achieved, the direct cost of disclosure remains a factor.

It is difficult to formulate optimal rules on disclosure. Ideally, the regulation should be adapted to the firms' characteristics (i.e. size, membership of a sector and so on). Existing rules should attract firms and capital to the markets for which these rules are set out, a condition that obviously hampers formulation of rules and their application. So, disclosure regulation can create unfair competition and regulatory capture. First, disclosure rules are probably not appropriate for all the companies that they cover, which increases their problematic nature as regards fair competition. Implementation of the Sarbanes–Oxley Act provides a useful point of reference for analysts, and the results converge to estimate that the cost of disclosure falls more than proportionally on small and medium-sized enterprises, in view of the fixed costs to be borne to implement the procedures and publications required by the act [14].

The costs of disclosure are therefore not only high, but they are unequally distributed because the smallest firms, and some sectors of activity, bear the costs more heavily. The "one size fits all" approach is probably deficient.

The potential costs of disclosure in terms of governance and managerial behavior are also being taken into consideration in discussions. Opportunity costs are generated because of the additional time spent by managers and their teams on producing more information or information of better quality. The costs of governance linked to the increase in legal obligations on disclosure can go well beyond those identified by Coates [5]. Leuz et al. [19] draw on a study analyzing the effects of the Sarbanes-Oxley Act, demonstrating that the cost resulting from it increases the tendency of managers to make their activities opaque in order to protect their private gains and to reduce external monitoring, in particular when the legal and regulatory protection of investors and managers is weak.

As well as the costs of establishing disclosure, disclosure also raises informational costs, which are probably even more problematic with regard to the objective. The question here is about how the information received by the investor is transformed into usable knowledge, that is, knowledge that can be used to value the firm. The mandatory disclosure does not necessarily require that the firms give the useful information to third parties. Disclosing information does not mean disclosing true information. Fraud remains a threat that hangs over investors, as experiences of the last decade have shown. Referring to US cases of frauds in this period, Rezaee [24] analyses the reasons, the means and the consequences of communicating falsified accounting documents, which in the huge majority of cases requires the collusion of leading managers and auditors (Enron being the prime example).

CONCLUSION

The aim of this article was to summarize the lessons from an expanding literature on the consequences of corporate disclosure on financial markets. Two major conclusions emerge. Firstly, and contrary to the G20 professed confidence on the global benefits of transparency and disclosure, it should now be clear to the reader that, even for shareholders, negative elements restrict the benefits of disclosure. Setting up disclosure is costly, because to produce, certify and circulate information comes at a cost. Furthermore, small firms are probably suffering from a competitive disadvantage when it comes to implementing disclosure regulations. Finally, if the company becomes transparent, managers lose private benefits. They will therefore develop strategies to keep part of the benefits in spite of everything, making their activities opaque. In the end, thus, one can, at best, conclude ambiguously in terms of governance and optimality of management decisions.

Secondly, the other major conclusion is that it is not at all obvious that disclosure, whether mandatory or voluntary, actually increases the knowledge that economic actors have of the company. First, being transparent does not necessarily mean providing information, since third parties are not shielded from disclosures of fraudulent information or the concealment of important information. Furthermore, current regulation does not include all the data relating to the firm. Second, it is not certain that a firm will give investors the information they need to take decisions. The company can manipulate the information communicated; it can deliberately make it more complex, or it can make it very extensive and difficult to interpret. Transforming information communicated by the company into knowledge usable by investors requires a great deal of work. If disclosure makes this work less profitable for financial analysts and informed agents, it is possible that the overall knowledge of the company will be reduced. Finally, as some investors are better than others at this processing, disclosure can increase the asymmetry of information that exists among the different shareholders. What will happen if third parties do not have more information while companies display a policy of disclosure? Investors are victims of an illusion of knowledge. They think they know the company but this is not the case. They will therefore show an excess of self-confidence when deciding whether to buy or sell: they will under-estimate the probability that they are mistaken. Such behavior, far from reducing the instability of financial markets, risks increasing information bubbles, and may worsen their consequences when they burst.

However, the improvement in the quality of disclosed information, particularly thanks to better internal and external control, and the enhancement of governance practices may provide a solution. The policymakers' emphasis on transparency thus may seem overoptimistic, and at least calls for further reflection on how disclosure should be required. ■

из них. Прежде всего, теперь читателю должно быть понятно, что вопреки мнимой уверенности правительств Большой двадцатки в глобальных выгодах, приобретаемых при раскрытии данных и обеспечении прозрачности, негативные стороны данной практики способны значительно снизить ее преимущества даже для акционеров. Обеспечение открытости – дорогостоящий процесс в силу существенных финансовых затрат на обработку, подтверждение и распространение информации. Более того, очевидно, что малые предприятия оказываются в невыгодном положении, когда вопрос касается соблюдения законодательных норм в данной сфере. И наконец, если компания становится открытой, это негативным образом влияет на извлечение менеджерами личной прибыли. Для сохранения части своих привилегий они прибегнут ко всем доступным средствам и стратегиям для вуалирования своей деятельности. Таким образом, нельзя прийти к однозначному выводу о роли афиширования корпоративной информации в управлении и принятии оптимальных управленческих решений.

Другой важный вывод заключается в следующем: раскрытие внутренних сведений, обязательное или добровольное, вовсе не означает, что благодаря ему осведомленность участников рынка о деятельности компании действительно вырастет. Во-первых, прозрачность еще не подразумевает снабжение информацией, так как третьи стороны не застрахованы от фальсификации данных или сокрытия важных деталей. Кроме того, действующее законодательство распространяется не на все корпоративные сведения. Во-вторых, нет уверенности в том, что инвесторам будет предоставлена именно та информация, которая требуется для принятия решений. Организация может свободно манипулировать раскрываемыми данными, например, увеличивая их объем или намеренно усложняя содержание, затрудняя тем самым их интерпретацию. На то, чтобы трансформировать информацию, предоставляемую компанией, в полезные для инвесторов сведения, требуется много сил и времени. Если данный процесс не приносит особых выгод финансовым аналитикам и агентам, то вполне возможно, что общая информированность о компании на рынке снизится. И наконец, в силу того что одни инвесторы располагают большими ресурсами для обработки информации, чем другие, раскрытие корпоративных сведений может усугубить информационную асимметрию, существующую среди акционеров. Что же происходит, если для принятия решений в арсенале третьих лиц есть только официально доступная информация? Инвестор становится жертвой иллюзии знания. Он полагает, что знает о компании всё, но в действительности это не так. Именно иллюзия знания становится причиной излишней самоуверенности инвесторов при принятии решений на фондовом рынке: они начинают недооценивать вероятность совершения ошибки. Подобное поведение явно не способствует стабильности на финансовых рынках, порождает информационные пузыри и усугубляет их последствия.

Решением данной проблемы может стать повышение качества раскрываемой информации, которое обеспечивается более чутким внутренним и внешним контролем. Таким образом, усиленное внимание законодательной власти, направленное на обеспечение прозрачности, может вселять излишний оптимизм, в то время как налицо необходимость дальнейших изысканий относительно требований к раскрытию информации. ■

Источники/References

1. Admati A., Pfleiderer P. Forcing firms to talk: Financial disclosure regulation and externalities. *Review of Financial Studies*, 2000, no. 13, pp. 479–551.
2. Berle A., Means G. The Modern Corporation and Private Property. New York, MacMillan, 1932.
3. Botosan C. Disclosure Level and the Cost of Equity Capital. *The Accounting Review*, 1997, vol. 72, pp. 323–349.
4. Cheng CS., Collins D., Huang H.H. Shareholder rights, Financial disclosure and the cost of equity capital. *Review of Quantitative Financial Accounting*, 2006, no. 27, 175–204.
5. Coates, IV, J. The goals and promise of the Sarbanes–Oxley Act. *Journal of Economic Perspectives*, 2007, no. 21(1), pp. 91–116.
6. Diamond D., Verrecchia R.E. Disclosure, liquidity and the cost of capital. *Journal of Finance*, 1991, vol. 46, pp. 1325–1349.
7. Easley D. and O'Hara M. Information and the cost of capital. *The Journal of Finance*, 2004, vol. 59(4), pp. 1553–1583.
8. Farvaque E., Refait-Alexandre C., Saidane D. Corporate Disclosure: A Review of Its (Direct and Indirect) Benefits and Costs. *International Economics*, 2011/4 (no. 128), pp. 5–31.
9. Ferrell A. Mandatory disclosure and stock returns: Evidence from the over-the-counter market. *The Journal of Legal Studies,* 2007, vol. 36, pp. 213–253.
10. Francis J., LaFond R., Ollson P., Schipper K. The Market Pricing of Earnings Quality. *Journal of Accounting and Economics*, 2005, vol. 39, pp. 295–327.
11. Goncharov I., Werner J.R., Zimmermann J. Does compliance with the German corporate governance code have an impact on stock valuation? An empirical analysis. *Corporate Governance*, 2006, vol. 14(5), pp. 432–445.
12. 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, no. 21, pp. 405–440.
13. Hermalin B.E., Weisbach M.S. Transparency and corporate governance.*NBER Working paper*, 2007, no. W12875.
14. Holmstrom B., Kaplan S.N. The state of US corporate governance: What's right and what's wrong. *Journal of Applied Corporate Finance,* 2003, no. 15, pp. 8–20.
15. Jensen M., Meckling W. Theory of the firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 1976, vol. 3, pp. 305–360.
16. Kelly L. The Development of a Positive Theory of Corporate Management's Role in External Reporting. *Journal of Accounting Literature*, 1983 (Spring), pp. 111–150.
17. Khurana I.K., Pereira R., Martin X. Firm growth and disclosure: An empirical analysis. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2006, vol. 41(2), pp. 357–380.
18. Lambert R., Leuz C., Verrecchia R.E. Accounting information, disclosure, and the cost of capital. *Journal of Accounting Research*. 2007, vol. 45(2), pp. 385–420.
19. Leuz C., Triantis A., Wang Y. Why do firms go dark? Causes and economic consequences of voluntary SEC deregistrations. *Journal of Accounting & Economics,* 2008, vol. 45(2/3), pp. 181–208.
20. Leuz C., Verrechia R.E. The economic consequences of increased disclosures. *Journal of Accounting Research*, 2000, vol. 36, pp. 31–40.
21. Marston C.L., Shrives P.J. A Review of Empirical Research into Financial Disclosure. Paper presented at the *International Accounting Research Conference IAAER*, May 1996 at Warwick Business School, Great Britain.
22. Morris R.D. Signalling, Agency Theory and Accounting Policy Choice. *Accounting and Business Research*, 1987 (Winter), pp. 47–56.
23. Patel S.A., Dallas G. *Transparency and disclosure; overview of methodology and study results*. United States, Standard & Poor's, New York. October, 2002.
24. Rezaee Z. Causes, consequences, and deterrence of financial statement fraud. *Critical Perspectives on Accounting,* 2005, no. 16, pp. 277–298.
25. Schipper K. Discussion of voluntary corporate disclosure: the case of interim reporting. *Journal of Accounting Research*, 1981, no. 19 (suppl.), pp. 85–88.
26. Welker M. Disclosure policy, Information Asymmetry and Liquidity in Equity Markets. *Contemporary Accounting Research*, 1995, vol. 11(2), pp. 801–827.