

**К.М. Камбаралиева**

Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики»,  
Санкт-Петербург

**А.А. Муравьев**

Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики»,  
Санкт-Петербург; Институт экономики труда (IZA), Германия

## **Санкции, раскрытие информации и результативность российских публичных компаний<sup>1</sup>**

**Аннотация.** Начиная с 2019 г. политика российского регулятора в отношении раскрытия корпоративной информации претерпела ряд существенных изменений. На фоне беспрецедентного санкционного давления со стороны стран Запада компаниям было разрешено не публиковать существенной информации о своей деятельности, включая финансовую отчетность. Однако эти меры, нацеленные на защиту отечественных компаний от санкций, привнесли риски снижения инвестиционной привлекательности и ухудшения результатов деятельности компаний в средне- и долгосрочной перспективе. В данной статье проведен анализ раскрытия информации российскими публичными компаниями в контексте санкций западных стран и оценено его влияние на результативность их деятельности. Объектом анализа являются все российские публичные компании, акции которых котировались на Московской бирже в 2018–2023 гг. С помощью методов дескриптивного, статистического и эконометрического анализов выявлен резкий рост числа компаний, не раскрывавших финансовой отчетности в 2021–2022 гг., информацию о собственниках и советах директоров в 2022–2023 гг., а также обнаружено снижение объема раскрываемой информации о планах и существенных событиях внутри компаний в 2021–2023 гг. Установлено, что вероятность раскрытия информации связана не только с санкциями, но и с уровнем корпоративного управления в досанкционный период. Выявлено значимое положительное влияние раскрытия информации на рыночную стоимость компаний. Таким образом, нераскрытие (в том числе под предлогом санкций) существенной информации ведет к снижению рыночной стоимости фирм, что необходимо учитывать при разработке политики противодействия санкционному давлению.

**Ключевые слова:** раскрытие информации, санкции, корпоративное управление, результативность компаний, российские публичные компании.

Классификация JEL: G34, M40.

Для цитирования: Камбаралиева К.М., Муравьев А.А. (2025). Санкции, раскрытие информации и результативность российских публичных компаний // *Журнал Новой экономической ассоциации*. № 4 (69). С. 58–86.

DOI: 10.31737/22212264\_2025\_4\_58-86

EDN: WUIKIA

### **1. Введение**

Масштабные санкции западных стран в отношении Российской Федерации, впервые введенные в 2014 г. в результате событий на Украине, включали ограничения в международной торговле некоторыми видами продукции, заморозку активов, а также меры, направленные на сокращение долгосрочного финансирования российских фирм и банков. Принятые после начала

<sup>1</sup> Авторы выражают благодарность анонимному рецензенту ЖНЭА, а также Т.Г. Долгопятовой, Е.М. Роговой, участникам «11 Ежегодной международной научной конференции “Экономика и менеджмент”», состоявшейся 1–5 октября 2024 г. в ВШМ СПбГУ, и участникам ежегодной всероссийской конференции молодых ученых с международным участием «Экономическая теория: встреча с реальностью. Проблемы устойчивого развития: вызовы для России и мира», прошедшей 25 октября 2024 г. в ИЭ РАН, за ценные комментарии, замечания и рекомендации.

Специальной военной операции в 2022 г. последующие пакеты санкций предусматривали ряд беспрецедентных мер, направленных на ограничение доступа российских граждан и компаний к товарным и финансовым рынкам. В частности, был установлен потолок цен на добываемую в России нефть; предусмотрено отключение российских банков от системы SWIFT и блокировка их активов; введены ограничения импорта высокотехнологичной продукции; установлен запрет полетов российской авиации; ограничено предоставление зарубежными банками ряда услуг для граждан России; внесены изменения в визовую политику; введены ограничения в сфере культуры и медиа и т.д.

Одним из способов противодействия масштабной санкционной политике западных стран стало одобренное российским правительством значительное ослабление требований в отношении раскрытия информации российскими компаниями (возможность не раскрывать существенной информации об их деятельности). Соответствующие нормы вводились уже в конце 2010-х годов<sup>2</sup>, однако тогда они не получили широкого применения. Намного более заметную роль сыграло Постановление Правительства РФ № 351 от 12 марта 2022 г.<sup>3</sup> (и последующие подобные акты), которое ввело норму о том, что «эмитенты ценных бумаг вправе отказаться от раскрытия ... информации в случае, если раскрытие и (или) предоставление соответствующей информации приведет (может привести) к введению мер ограничительного характера в отношении эмитента и (или) иных лиц, в том числе к введению новых мер ограничительного характера в отношении лица, о котором эмитентом раскрывается и (или) предоставляется информация»<sup>4</sup>. Указанная норма в первую очередь затронула раскрытие информации о советах директоров, менеджерах, финансовых результатах, а также об основных контрагентах компаний.

С точки зрения теории решение о сокращении объема информации, подлежащей обязательному раскрытию, весьма неоднозначно, поскольку раскрытие информации — фундаментальный фактор, влияющий на производительность компаний, фондовых рынков и экономики в целом (Leuz, Wysocki, 2016). В частности, прозрачность и раскрытие информации являются важным механизмом защиты инвесторов и снижения агентских издержек в компаниях (Allegrini, Greco, 2013). В этом контексте противодействие санкциям путем нераскрытия или сокрытия существенной информации может иметь важный побочный эффект, выражающийся в снижении инвестиционной привлекательности компаний и их результативности в средне- и долгосрочной перспективе.

<sup>2</sup> Постановление Правительства Российской Федерации от 04.04.2019 № 400 «О формировании индексов изменения размера платы граждан за коммунальные услуги в Российской Федерации» (вместе с «Основами формирования индексов изменения размера платы граждан за коммунальные услуги в Российской Федерации»). В частности, данное постановление разрешило компаниям не раскрывать информацию о ряде существенных аспектов их деятельности, например составе совета директоров и правления. Им воспользовались, например, такие компании, как ПАО «ГАЗ», ПАО «Звезда», ПАО «Казаньоргсинтез» и ПАО «Яковлев».

<sup>3</sup> Постановление Правительства РФ от 12 марта 2022 г. № 351 «Об особенностях раскрытия и предоставления в 2022 году информации, подлежащей раскрытию и предоставлению в соответствии с требованиями Федерального закона «Об акционерных обществах» и Федерального закона «О рынке ценных бумаг», и особенностях раскрытия инсайдерской информации в соответствии с требованиями Федерального закона «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации»» (<http://static.government.ru/media/files/29004RVSMqAjD4v2TWzmKvHsI7hQY43L.pdf>).

<sup>4</sup> Срок действия данного постановления был изначально определен до 31 декабря 2022 г., однако впоследствии он был пролонгирован до 1 июля 2023 г. (Постановление Правительства № 2131 от 24 ноября 2022 г. «О внесении изменений в Постановление Правительства Российской Федерации от 12 марта 2022 г. № 351»). Возможность не раскрывать существенной информации о компаниях была подтверждена в последующих решениях Правительства, в частности в Постановлении Правительства РФ от 4 июля 2023 г. № 1102.

Особый риск связан с тем, что снижением требований к раскрытию информации могут воспользоваться не только компании, подпавшие под санкции или находящиеся под угрозой их введения, но и иные фирмы, напрямую не испытывающие санкционного давления. Соккрытие информации такими компаниями может маскировать оппортунистическое поведение менеджеров и крупных собственников, нацеленное на извлечение частных выгод контроля. Действительно, ряд исследований в области эккаунтинга указывает на более низкие уровни раскрытия информации компаниями с недостатками в системе корпоративного управления и/или потенциально высокими агентскими издержками, в частности семейными фирмами, компаниями с двумя типами акций или же с доминированием инсайдеров в совете директоров (Chen, Jaggi, 2000; Chi et al., 2015; Li, Zaiats, 2017; Berezinets, Muravyev, 2024).

Эти потенциальные негативные последствия, по всей видимости, мотивировали пересмотр изначально очень широких возможностей компаний не раскрывать существенной информации о своей деятельности. В частности, согласно Постановлению Правительства РФ № 351, компании могли сами определять, какая информация не подлежит раскрытию, включая годовую и промежуточную финансовую отчетность. Но уже в Постановлении Правительства РФ от 4 июля 2023 г. № 1102<sup>5</sup> был очерчен конкретный и узкий перечень корпоративных сведений, которые компании могут не раскрывать, а также определены основания для нераскрытия таких сведений.

Таким образом, санкции привели к нескольким резким изменениям политики регулятора в отношении раскрытия информации, переводя значительную ее часть из категории «обязательно раскрываемой» в категорию «добровольно раскрываемой» и обратно, что беспрецедентно для современных экономик. В целом, санкционный шок и политика регулятора предоставляют уникальную возможность не только оценить влияние санкций на прозрачность компаний, но также лучше понять причины и следствия решений фирм касательно раскрытия информации – важных вопросов в современной литературе по эккаунтингу.

Цель настоящей работы – изучить изменения в прозрачности и раскрытии информации российскими публичными компаниями, включая их детерминанты и последствия для экономической результативности фирм, в контексте санкционной политики западных стран. Акцент сделан на раскрытии информации, относящейся к G-компоненте ныне популярной ESG<sup>6</sup> – как наиболее важной для инвесторов и наиболее «санкционно-опасной». Она отражает структуру собственности и отношения с инвесторами, финансовую и операционную информацию, структуру и процессы работы совета директоров и менеджмента (см., например, работу (Patel, Balic, Wwakira, 2002), объясняющую принципы расчета индекса раскрытия информации и транспарентности компаний агентством Standard & Poor's).

Основные задачи исследования: 1) дать общее представление о раскрытии российскими публичными компаниями информации в контексте санкций; 2) выявить детерминанты раскрытия информации (в частности, оценить,

<sup>5</sup> Постановление Правительства РФ от 4 июля 2023 г. № 1102 «Об особенностях раскрытия и (или) предоставления информации, подлежащей раскрытию и (или) предоставлению в соответствии с требованиями Федерального закона «Об акционерных обществах» и Федерального закона «О рынке ценных бумаг»» (<http://static.government.ru/media/files/LI99DyXKF4GmQRe0YAsFlwH5cgNEoKnN.pdf>).

<sup>6</sup> Environmental, Social, and Governance – набор принципов, основанных на экологических, социальных и управленческих факторах, которые используются компаниями для демонстрации ответственного ведения бизнеса и устойчивого развития.

в какой мере (не)раскрытие связано с недостатками в системе корпоративного управления); 3) оценить влияние (не)раскрытия информации на результативность (рыночную стоимость) компаний.

Научная ценность работы заключается в установлении связи между раскрытием информации, качеством корпоративного управления и результативностью работы компаний в условиях санкционных шоков. В частности, исследование вносит вклад в современную литературу об экономических последствиях раскрытия информации (Assidi, 2020; Raimo et al., 2022; Banerjee, Estrin, Pal, 2022), а также о взаимосвязи раскрытия информации с корпоративным управлением (Gisbert, Navallas, 2013; Enache, Hussainey, 2020; Muravyev, 2025). Работа также тесно связана с быстро развивающейся областью знания об экономических последствиях санкций (Ghasseminejad, Jahan-Parvar, 2021; Aflatooni, Ghaderi, Mansouri, 2022; Федюнина, Симачев, 2024), в том числе в российском контексте (Голикова, Кузнецов, 2021; Зайцев, Лощенкова, 2023; Федюнина, Симачев, 2023), а также является одним из первых исследований (наряду с (Abweny et al., 2024)), где изучено влияние санкций на раскрытие информации.

Практическая ценность работы определяется продолжающимся санкционным давлением на Россию и поиском правительством и фирмами способов адаптации к санкциям и снижения их негативных последствий.

Эмпирический анализ опирается на данные по генеральной совокупности российских публичных компаний, акции которых обращались на Московской бирже в 2018–2023 гг. Информационную базу работы составляют данные компании «СКРИН», тщательно обработанные и сведенные в единый уникальный массив. Исследование опирается на методы дескриптивного, статистического и эконометрического анализа.

В ходе исследования нами выявлен резкий рост числа компаний, не раскрывающих информацию о собственниках и советах директоров в 2022–2023 гг. и финансовую отчетность за 2021–2022 гг. Установлено, что вероятность раскрытия информации тесно связана с санкциями, а также с уровнем корпоративного управления в досанкционный период. Иными словами, послабления в раскрытии информации воспользовались не только подсанкционные компании, но также компании с невысоким уровнем корпоративного управления. Наконец, выявлено значимое положительное влияние раскрытия информации на рыночную стоимость компаний. Таким образом, нераскрытие (в том числе под предлогом санкций) существенной информации ведет к снижению рыночной стоимости компаний, что необходимо учитывать при формировании государственной политики противодействия санкционному давлению.

## 2. Обзор литературы и гипотезы исследования

В экономической литературе раскрытие корпоративной информации обычно рассматривают как функцию выгод и издержек, в свою очередь зависящих от характеристик фирмы и условий внешней среды. Выгоды от более полного раскрытия информации, главным образом, связывают с уменьшением информационной асимметрии между инвесторами и менеджерами (контролирующими собственниками), что снижает цену капитала компании, повышает ликвидность ее акций и улучшает контроль над ее менеджерами (например, (Farvaque, Refait-

Alexandre, Saïdane, 2011)). К издержкам относят, например, затраты на сбор и распространение информации, а также возможность использования раскрываемой информации конкурирующими фирмами, что может ослабить позиции компании на рынке.

К условиям внешней среды, существенным с точки зрения выбора компаниями уровня раскрытия информации, относят, в частности, степень неопределенности в отношении будущих результатов работы фирм (Verrecchia, 1990; Nagar, Schoenfeld, Wellman, 2019) и уровень конкуренции на товарных рынках (Darrrough, 1993; Burks et al., 2018), а к значимым характеристикам организации — размер и сложность компании, уровень ее инновационности, качество корпоративного управления, экономическую результативность, источники финансирования фирмы (финансовый рычаг) и т.д. Например, с позиций агентской теории, занимающей ведущее место в анализе раскрытия информации (Zamil et al., 2023), большая прозрачность должна быть свойственна более крупным компаниям, поскольку для них характерны более высокие агентские издержки из-за асимметрии информации (Jensen, Meckling, 1976). Равным образом, менеджеры компаний с высокими экономическими показателями имеют более сильные стимулы раскрывать информацию, что может обеспечить стабильность их работы, и даже повышение оплаты труда (Boubaker, Lakhal, Nekhili, 2011).

Несмотря на практически полное отсутствие литературы о связи раскрытия информации с санкциями, работа (Abweny et al., 2024) является одной из немногих по этой теме, некоторые предположения могут быть выдвинуты, исходя из имеющихся общих теорий и моделей раскрытия информации. В частности, они дают основания предположить, что санкции могут вести к росту как потенциальных выгод, так и издержек раскрытия информации. С одной стороны, рост неопределенности в отношении перспектив компании в условиях санкционного давления (например, (Зайцев, Лощенкова, 2023)) требует большей транспарентности ее деятельности с целью удовлетворения возрастающего спроса на информацию со стороны инвесторов. С другой стороны, большая транспарентность компании повышает риск введения новых санкций против нее самой или ее важнейших контрагентов, что означает рост издержек от раскрытия информации. Возможны и непрямые эффекты: например, потенциальное снижение экономической результативности фирмы вследствие санкций может негативно сказаться на стимулах ее менеджеров раскрывать (достоверную) информацию. Таким образом, вопрос о последствиях санкций для раскрытия корпоративной информации переходит в эмпирическую плоскость. Таким образом, мы формулируем первую гипотезу исследования.

**Гипотеза 1.** Санкции оказывают негативное воздействие на уровень раскрытия корпоративной информации.

Современная литература по экаунтингу рассматривает качество корпоративного управления как одно из наиболее важных детерминантов раскрытия информации компании о своей деятельности. В частности, в статьях продолжается дискуссия о том, является ли раскрытие информации дополняющим или замещающим механизмом по отношению к (другим) механизмам корпоративного управления (Beekes et al., 2016; Enache, Hussainey, 2020; Muravyev, 2025). Большинство эмпирических работ обнаруживают комплементарность этих меха-

низмов (улучшение корпоративного управления ассоциируется с ростом транспарентности компаний), хотя не всегда для всех типов фирм и условий среды (см., например, (Gisbert, Navallas, 2013; Saha, Kabra, 2022; Muravyev, 2025)). В ряде работ обнаружено взаимное дополнение этих механизмов (Michelon, Bozzolan, Beretta, 2015; Assidi, 2023).

Как упоминалось ранее, санкции, уже введенные или потенциальные, ведут к росту неопределенности в отношении перспектив компании. Рост неопределенности, в свою очередь, способствует усилению стимулов извлекать частные выгоды контроля со стороны контролирующих собственников и/или менеджеров компании (Johnson et al., 2000; Mitton, 2002). В результате с целью сокрытия частных выгод контроля они могут инициировать снижение ее транспарентности (Lee, 2007). Подобный сценарий наиболее вероятен в компаниях с плохим корпоративным управлением, например при существенном разрыве между правами собственности и контроля (вследствие пирамидальных структур владения или выпуска акций с разными правами голоса) или при слабой роли совета директоров (признаками чего является отсутствие в составе совета независимых директоров, комитетов, совмещение постов председателя совета и генерального директора и т.п.) В целом можно ожидать усиления комплементарности между корпоративным управлением и раскрытием информации в условиях санкций. Таким образом, мы выдвигаем следующую гипотезу.

**Гипотеза 2.** Качество корпоративного управления на уровне фирмы положительно влияет на уровень раскрытия информации.

Теория указывает на несколько каналов, посредством которых раскрытие информации может улучшить результаты деятельности компании. Во-первых, повышение уровня прозрачности компаний приводит к снижению информационной асимметрии между инвесторами и менеджерами, укрепляет возможности компании выпускать ценные бумаги и, следовательно, снижает стоимость акционерного капитала (Botosan, 1997). Во-вторых, повышение прозрачности снижает стоимость информированной торговли, привлекает инвесторов на рынок и ведет к росту ликвидности акций и их цены (Diamond, Verrecchia, 1991). В-третьих, более полное раскрытие информации способствует принятию менеджерами более качественных решений и, кроме того, способно ограничить масштабы воровства и мошенничества с их стороны, способствуя росту стоимости фирмы (Lambert, Leuz, Verrecchia, 2007). Вместе с тем, в ряде современных исследований акцент сделан на потенциальных (негативных) экстерналиях раскрытия информации отдельными фирмами или группами фирм, в том числе связанных с повышением обязательных стандартов раскрытия информации регулятором (Нао, 2024).

Эмпирические работы в целом подтверждают значительное влияние раскрытия информации на цену капитала, ликвидность акций и стоимость фирм. Например, раскрытие информации снижает цену акционерного капитала, согласно исследованию (Heflin, Moon, Wallace, 2016), и стоимость долгового финансирования – согласно работе (Raimo et al., 2022). Далее, Я. Джао (Jiao, 2011) обнаруживает прямую связь между рэнкингом фирм в раскрытии информации, с одной стороны, и доходностью акций и стоимостью фирм – с другой, для компаний США. Аналогичным образом С. Ассади (Assidi, 2020) находит положи-

тельное влияние раскрытия информации на рыночную стоимость французских компаний. И, наконец, авторы (Banerjee, Estrin, Pal, 2022) приводят убедительные свидетельства позитивного влияния раскрытия информации на стоимость фирмы на данных крупнейших российских компаний. Опираясь на вышеприведенные аргументы, мы формулируем следующую гипотезу.

**Гипотеза 3.** Уровень раскрытия информации позитивно влияет на рыночную стоимость российских компаний.

### 3. Данные и методы

#### 3.1. Данные

Объектом анализа настоящей работы являются все российские публичные компании, акции которых входили в листинг Московской биржи в период с 2018 по 2023 г. (генеральная совокупность торгуемых публичных компаний). Список компаний почерпнут с сайта Московской биржи<sup>7</sup>. Подробная информация о компаниях, раскрытии ими информации и введенных против них санкциях собраны с помощью базы данных СКРИН<sup>8</sup>. Данные по всем существенным аспектам деятельности компаний были тщательно обработаны и объединены в уникальный массив. Всего в сформированной базе данных 1246 наблюдений, характеризующих 245 компаний, из которых 67 когда-либо попадали под ограничительные меры стран Запада, а 178 компаний – не попадали (см. ниже).

##### 3.1.1. Измерение санкций

На основе доступной в базе Системы комплексного раскрытия информации (СКРИН) были созданы два показателя санкционного давления на российские компании. Первый – фиктивная переменная для факта попадания компании в любые санкционные списки любой страны на конец каждого года. Это – переменная *Sanct\_dumty*, характеризующая *введение против компании любых санкций любой страной*. Второй – общее число санкций, наложенных на компанию. Так, например, если компания подпала под санкции 10 стран, при этом изначально введенные санкции стран X и Z были в дальнейшем единожды ужесточены / расширены, общее число санкционных эпизодов считается равным 12. Это – переменная *Sanct\_intensity*, характеризующая *интенсивность санкций*.

##### 3.1.2. Измерение уровня раскрытия информации

Ввиду акцента на G-компоненте ныне популярной системы ESG (экологических, социальных и управленческих факторов), как наиболее важной для инвесторов и уязвимой с точки зрения санкций, и вследствие отсутствия какой-либо общепринятой методологии измерения уровня/качества раскрытия информации<sup>9</sup>, нами сформирован оригинальный и лаконичный список из шести показателей прозрачности компаний. Они характеризуют раскрытие: а) информации о структуре собственности компании, б) информации о составе совета дирек-

<sup>7</sup> <https://www.moex.com/>

<sup>8</sup> <https://kontragent.skrin.ru/>. Компания «СКРИН», основанная в апреле 1999 г., является одним из основных источников данных о российских предприятиях, включая ретроспективу с середины 1990-х годов. Она содержит детальную информацию о различных аспектах деятельности фирм, например годовые и квартальные финансовые отчеты, информацию о числе акций в обращении, распределении собственности среди крупных акционеров (порог отчетности в России составляет 5%) и составе советов директоров (включая ФИО директоров, возраст, срок работы и должности, занимаемые в течение предыдущих пяти лет). Она также включает информацию о санкциях, наложенных на российские компании странами Запада.

<sup>9</sup> В эмпирических работах используются самые разные индикаторы раскрытия информации, опирающиеся на несколько бинарных переменных (Mitton, 2002), десяток (Ружанская, 2010) или сотню и больше (Patel, Balic, Wwakira, 2002) отдельных показателей.

торов, в) годовой неконсолидированной финансовой отчетности, г) годовой консолидированной финансовой отчетности, д) информации о планах будущей деятельности, е) информации о существенных событиях внутри компании<sup>10</sup>. Основные принципы, которыми мы руководствовались в процессе отбора этих показателей, их релевантность в контексте санкций, отсутствие дублирования информации и доступность в базе «СКРИН»<sup>11</sup>. Выбранные показатели рассмотрены как по отдельности, так и в виде *интегрального индекса раскрытия информации*, сформированного с помощью метода главных компонент (см. ниже).

### 3.1.3. Измерение экономической результативности компаний

В настоящей работе сделан акцент на рыночных, а не на бухгалтерских показателях. Это, во-первых, связано с нераскрытием рядом компаний бухгалтерской отчетности, что не позволяет рассчитать традиционные показатели результативности типа ROA и ROE для всех компаний, особенно в 2021–2022 гг. Работа с полными данными (*complete cases*) в такой ситуации означает переход от генеральной совокупности к потенциально смещенной выборке. Во-вторых, бухгалтерские показатели отличаются инерционностью и историзмом, в большей мере отражая результаты решений, принятых в прошлом, а не в текущем периоде. Напротив, рыночные показатели характеризуют ожидаемую инвесторами результативность компании в будущем и оперативно реагируют на текущие события и решения. Не случайно именно рыночные показатели результативности используются для анализа экономических последствий тех или иных событий, особенно при отсутствии длинных панельных данных (Gompers, Ishii, Metrick, 2010; Baulkaran, 2014; Muravyev, Telyatnikov, 2024).

Таким образом, в работе использованы показатели рыночной капитализации (без нормирования на стоимость активов или акционерного капитала), а также соотношение между рыночной стоимостью акционерного капитала и его балансовой оценкой (*market-to-book ratio*). Пропуски в последней (вследствие неопубликования финансовой отчетности) максимально заполнены с помощью методов линейной интерполяции и переноса последнего имеющегося наблюдения вперед — классических методов работы с пропущенными данными<sup>12</sup>.

### 3.1.4. Измерение качества корпоративного управления в досанкционный период

С этой целью в работе применено два широко используемых в международной литературе показателя, а именно — доля независимых директоров в совете директоров и величина разрыва в правах собственности и контроля крупнейшего акционера<sup>13</sup>. Обе переменные определены для 2019 г. (или для бли-

<sup>10</sup> Основной источник информации — раздел «Контрагент» базы «СКРИН», подразделы которого (например, «Совет директоров», «Бухгалтерская отчетность по РСБУ», «Сообщения и существенные факты») содержат необходимые данные (в необработанном виде). Факты нераскрытия информации дополнительно проверялись путем обращения к интернет-сайтам компаний.

<sup>11</sup> В частности, переменные раскрытия информации о совете директоров, единоличном исполнительном органе / правлении, крупнейших акционерах и аффилированных лицах компании очень тесно коррелированы, что мотивировало нас оставить только две из них, характеризующие собственников и совет директоров.

<sup>12</sup> Такие методы уместны для заполнения пропусков в относительно инерционных бухгалтерских показателях типа «Стоимость активов» и «Акционерный капитал» и едва ли применимы для заметно более волатильных показателей прибыли.

<sup>13</sup> Мы не используем рейтингов корпоративного управления, составляемых разными исследовательскими и профессиональными организациями (например, (Национальный индекс ..., 2022)), ввиду того что они, как правило, охватывают крупнейшие компании, а не всю совокупность российских компаний, акции которых обращаются на рынке. Иными словами, мы хотим избежать любых рисков смещения выборки, приводящей к несостоятельности оценок регрессии.

жайшего доступного года при отсутствии информации за 2019 г.), т.е. в досанкционный и доковидный период<sup>14</sup>.

Исследования о корпоративном управлении исходят из того, что для независимых директоров, не имеющих тесных связей с менеджментом компании (например, профессиональных, социальных или основанных на «вертикали власти»), контроль над деятельностью компании (и ее менеджментом) будет намного менее затратным, чем для директоров, связанных с компанией или ее руководством (Adams, Hermalin, Weisbach, 2010). Поэтому советы директоров с большей долей независимых директоров способны обеспечить более тщательный контроль над деятельностью управленцев. Не случайно доля независимых директоров в совете — один из основных показателей, используемых при построении индексов корпоративного управления (Rahman, Khatun, 2017) и ключевых показателей эффективности, применяемых в кодексах корпоративного управления, включая российский<sup>15</sup>.

Что касается разрыва между правами собственности и контроля, то со времени работы (Berle, Means, 1932) и более современной (Gompers, Ishii, Metrick, 2010) он считается одним из важнейших недостатков в системе корпоративного управления. Обычно разрыв определяют как разницу между долей голосов на общем собрании акционеров, приходящейся на крупнейшего собственника компании (права контроля, права управления), и его долей в генерируемом компанией денежном потоке (права собственности, права на получение прибыли). Разрыв возникает в силу ряда причин, например вследствие распыления собственности, формирования пирамидальных структур владения и выпуска акций с разными правами на участие в управлении (в том числе неголосующих акций). Согласно ряду эмпирических исследований, увеличение разрыва приводит к снижению результативности фирм (Masulis, Wang, Xie, 2009; Belkhir, Boubaker, Derouiche, 2014) и объема / качества раскрываемой компанией информации (Lee, 2007; Palas et al., 2023)<sup>16</sup>.

Мы измеряем этот разрыв с помощью информации, содержащейся в разделе 6.5 квартальных отчетов эмитентов за 2019 г., как разницу между долей крупнейшего акционера в общем числе обыкновенных акций (доле голосов на общем собрании акционеров) и его доле в уставном капитале (доле в генерируемом компанией денежном потоке) для компаний с двумя типами акций (обыкновенными и привилегированными). Для компаний, выпустивших только обыкновенные акции, разрыв принимается равным нулю<sup>17</sup>. Такой подход успешно апробирован в российском контексте. В частности, в работе (Муравьева, Телятникова, 2024) установлена связь между разрывом в правах собственности и контроля (вслед-

<sup>14</sup> Включение в анализ дополнительных переменных качества корпоративного управления, например, связанных с наличием в совете директоров комитетов, принципиально не меняет основных выводов нашего исследования.

<sup>15</sup> Центральный банк РФ. «Кодекс корпоративного управления». Письмо Банка России от 10.04.2014 № 06–52/2463 «О Кодексе корпоративного управления» ([https://cbr.ru/statichtml/file/59420/inf\\_apr\\_1014.pdf](https://cbr.ru/statichtml/file/59420/inf_apr_1014.pdf)).

<sup>16</sup> Утрированный пример: компания со 100 акциями, дающими акционерам равные права на получение дивиденда, но разные права голоса, например, все 100% голосов приходятся на одну-единственную голосующую акцию (а 99 акций являются неголосующими). Субъект, обладающий полным (100%) контролем через единственную голосующую акцию, имеет право на все-го лишь 1% ее денежного потока, что стимулирует его оппортунистическое поведение. В подобном случае можно ожидать разных проявлений агентских издержек — от чрезмерно высокого вознаграждения управленцев до вывода активов фирмы.

<sup>17</sup> Например, согласно данным за май–июнь 2019 г. (почерпнутых из квартальных отчетов за IV квартал 2019 г.), крупнейший собственник ПАО «Ростелеком» — Росимущество — владел 48,71% голосов, но только 45,04% капитала компании, что, согласно стандартному подходу, означает разрыв в размере 3,67%. Более примечателен пример ПАО «Славнефть-Ярославнефтеоргсинтез», крупнейший акционер которого (ОАО «НГК «Славнефть») владел 39,2% капитала, но распорядился 50,78% голосов на собрании акционеров, что эквивалентно разрыву почти в 12%.

ствии выпуска двух типов акций) и результативностью российских компаний, а работа (Muravyev, Telyatnikov, 2024) – с раскрытием ими существенной информации о своей деятельности.

### 3.2. Методы

Работа опирается на методы дескриптивного, статистического и эконометрического анализов. Методы дескриптивного и статистического анализов применяются главным образом для достижения первой цели – описания динамики раскрытия корпоративной информации в период с 2018 по 2023 г. и сравнения характеристик компаний, подпавших под санкции или избежавших их. Здесь находит применение графический анализ и сравнение средних, включая тест Стьюдента. Для формирования интегрального индекса раскрытия информации используется метод главных компонент.

Методы эконометрического анализа применены для анализа параметров раскрытия информации, а также его влияния на результативность фирм, с учетом санкционной политики западных стран. Вследствие специфики данных (панель) и зависимых переменных, часть которых являются бинарными (отдельные индикаторы раскрытия информации), а другая часть – непрерывными (например, интегральный показатель раскрытия информации и рыночная стоимость компаний), построены пробит-модели со случайными эффектами и линейные модели с фиксированными и случайными эффектами<sup>18</sup>.

В частности, модель пробит со случайными эффектами можно представить в виде:

$$\text{Prob}(Disclosure_{it} = 1) = \Phi(\alpha_i + \beta Sanctions_{it} + X_{it}\phi + \nu_i), \quad (1)$$

где в качестве зависимой переменной выступает *Disclosure*, которая принимает значение 1 в случае раскрытия той или иной информации о компании, и 0 – в противном случае; переменная *Sanctions* характеризует факт попадания в санкционные списки (и в этом случае является бинарной) или же интенсивность санкций (являясь целочисленной); *X* – вектор контрольных переменных;  $\alpha$  – эффект ненаблюдаемых и неизменных во времени характеристик фирм;  $\nu$  – общие для всех фирм эффекты времени (фиксированные эффекты периодов наблюдения). Литерой  $\Phi$  обозначена интегральная функция распределения *CDF* (*cumulative distribution function*) стандартного нормального распределения.

Линейные модели анализа панельных данных в общем виде могут быть записаны следующим образом:

$$Performance_{it} = \alpha_i + \beta Sanctions_{it} + Disclosure\_index_i \gamma + X_{it}\phi + \nu_i + \epsilon_{it}, \quad (2)$$

где *Performance* – показатель результативности фирмы; *Disclosure\_index* – скаляр или вектор, характеризующий уровень раскрытия корпоративной информации, а  $\epsilon$  – случайная ошибка. Вследствие присутствия неизменных во времени регрессоров, существенных с точки зрения настоящего анализа, акцент сделан на модели со случайными эффектами.

Для всех рассматриваемых моделей рассчитаны консервативные кластер-робастные стандартные ошибки, учитывающие возможную гетероскедастичность и корреляцию ошибок во времени для каждой отдельной компании.

<sup>18</sup> Пробит- и логит-модели с фиксированными эффектами не используются из-за несостоятельности оценок первой (Verbeek, 2017) и необходимости существенной внутригрупповой вариации в данных для второй (Maddala, 1983) модели, что не характерно для используемых данных.

## 4. Результаты

### 4.1. Дескриптивный анализ

Дескриптивная статистика используемых в анализе переменных показана в табл. 1. Из нее, в частности, следует, что санкциями охвачены 18% наблюдений массива данных (отметим, что речь идет о 2018–2023 гг.)<sup>19</sup>. Уровень раскрытия информации для рассматриваемого периода в целом достаточно высок, например около 90% для советов директоров и неконсолидированной финансовой отчетности.

Далее дадим более детальное представление об эволюции санкций и раскрытии информации. На рис. 1 показана доля компаний, включенных в любые санкционные списки хотя бы одной из стран. Рис. 2 описывает интенсивность санкций, измеряемую числом санкционных эпизодов, в которых фигурирует компания. Они указывают на заметную долю компаний, включенных в санкционные списки еще до 2022 г. — более 10%. Наиболее резкий рост, однако, отмечен в 2022 и 2023 годах. Интенсивность санкций (измеряемая числом санкционных эпизодов) также заметно растет в 2022–2023 гг.

Таблица 1.

Дескриптивная статистика переменных, полный массив данных, 2018–2023 гг.

Переменная и категории	Описание	Среднее	Медиана	Стандартное отклонение	Минимум	Максимум
<i>Sanct_dummy</i>	Дамми для попадания компании в санкционные списки (0/1)	0,18	0,00	0,39	0,00	1,00
$\ln(\text{Sanct\_intensity})$	Интенсивность санкций [логарифм(1+число санкционных эпизодов)]	0,27	0,00	0,65	0,00	3,40
<i>Boards_info</i>	Дамми для раскрытия инфо о совете директоров (0/1)	0,89	1,00	0,32	0,00	1,00
<i>Owners_info</i>	Дамми для раскрытия инфо о собственниках (0/1)	0,85	1,00	0,35	0,00	1,00
<i>Noncons_fin.rep</i>	Дамми для раскрытия неконсолидированной финансовой отчетности (0/1)	0,91	1,00	0,29	0,00	1,00
<i>Consolid_fin.rep</i>	Дамми для раскрытия консолидированной финансовой отчетности (0/1)	0,79	1,00	0,41	0,00	1,00
$\ln(\text{plans})$	Логарифм (1+число слов в сообщении о планах на 31 декабря)	4,42	5,12	2,23	0,00	9,13
$\ln(\text{corp.events})$	Логарифм (1+число сообщений о существенных фактах в году)	4,22	4,19	0,83	0,00	9,02
<i>Integral_index</i>	Интегральный индекс	0,00	0,77	1,62	-5,76	1,39
$\ln(MV)$	Логарифм капитализации фирмы	23,54	23,42	2,47	18,06	29,14
$\ln(MtB)$	Логарифм отношения рыночной и балансовой стоимости акционерного капитала	0,20	0,13	1,23	-2,01	3,07

<sup>19</sup> Наибольшее число компаний подпали под санкции Украины (14,3% всех наблюдений за 2018–2023 гг.), США (9,4%), Канады (7,0%) и Великобритании (5,1%). В 2023 г. доли компаний под санкциями этих стран составили 26,6; 19,3; 13,0 и 11,5% соответственно. Всего под санкциями в 2023 г. было 32,8% рассматриваемых компаний.

Окончание таблицы 1

Переменная и категории	Описание	Среднее	Медиана	Стандартное отклонение	Минимум	Максимум	
Sectors	<i>Agriculture</i>	Сельское хозяйство	0,01	0,00	0,11	0,00	1,00
	<i>Mining &amp; nat. res.</i>	Добыча полезных ископаемых	0,12	0,00	0,33	0,00	1,00
	<i>Manufacturing</i>	Обрабатывающая промышленность	0,21	0,00	0,41	0,00	1,00
	<i>Metallurgy</i>	Металлургия	0,07	0,00	0,25	0,00	1,00
	<i>Power utilities</i>	Электроэнергетика	0,25	0,00	0,44	0,00	1,00
	<i>Wholesale &amp; retail tr</i>	Торговля	0,03	0,00	0,17	0,00	1,00
	<i>Transport</i>	Транспорт	0,04	0,00	0,20	0,00	1,00
	<i>Telecoms</i>	Телекоммуникации	0,05	0,00	0,23	0,00	1,00
	<i>Finance</i>	Финансовый сектор	0,12	0,00	0,33	0,00	1,00
	<i>Science &amp; research</i>	Исследования и разработки	0,02	0,00	0,14	0,00	1,00
	<i>Other</i>	Другие	0,06	0,00	0,23	0,00	1,00
<i>ROA_2019</i>	Рентабельность активов, 2019	0,02	0,03	0,16	-0,74	0,36	
<i>Leverage_2019</i>	Финансовый рычаг, 2019	0,51	0,46	0,44	0,00	4,67	
<i>Size_2019</i>	Размер фирмы (логарифм стоимости активов), 2019	24,51	24,67	2,46	16,56	31,07	
<i>Indep_dirs_2019</i>	Доля независимых директоров в совете, 2019	0,23	0,21	0,23	0,00	0,86	
<i>Wedge_2019</i>	Разрыв между правами контроля и правами на денежный поток крупнейшего акционера	2,20	0,00	5,42	-2,20	24,50	

**Примечание.** Число наблюдений равно 1246 для показателей санкций и раскрытия информации, 1181 – для рыночной стоимости фирм (часть компаний, акции которых котируются на МосБирже, не имела рыночной капитализации на конец того или иного года), 1060 – для отношения рыночной и балансовой стоимости акционерного капитала (для части компаний и годов (невозможно аппроксимировать бухгалтерскую оценку акционерного капитала). Для небольшого числа компаний показатели за 2019 г. отсутствуют (массив данных охватывает несколько новых фирм, созданных и вошедших в листинг Биржи в 2020-е годы).

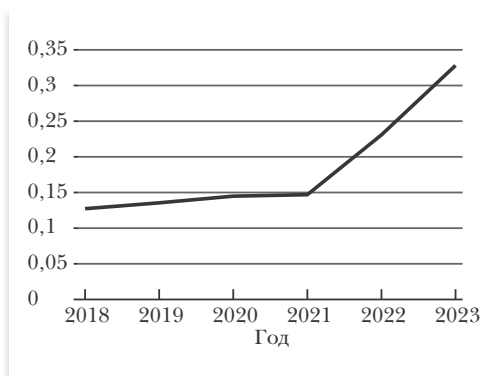


Рис. 1.

Доля компаний, подпавших под санкционные ограничения

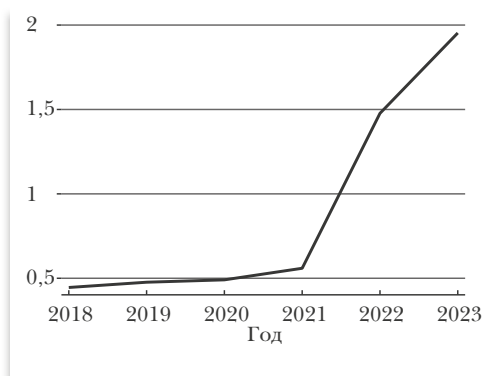


Рис. 2.

Интенсивность санкций (для всех компаний)

Рис. 3–9 характеризуют динамику раскрытия информации российскими компаниями, отдельно для включенных и не включенных в санкционные списки. Они показывают, что в целом для российских компаний характерно резкое снижение уровня раскрытия информации в 2022 г. и восстановление по крайней мере отдельных показателей в 2023 г. Однако динамика сильно варьирует в зависимости от типа раскрываемой информации и санкционного статуса компании.

В частности, резкое снижение доли компаний, раскрывающих информацию о собственниках и советах директоров, отмечено в 2022 г., при этом дно раскрытия информации о собственниках оказалось достигнутым в 2022 г., а для советов директоров — только в 2023 г.

Существенное снижение доли компаний, раскрывающих финансовую отчетность (как неконсолидированную, так и консолидированную), отмечено уже в 2021 г. (годовая отчетность за этот год утверждается и публикуется в 2022 г.). Оно усиливается в 2022 г. и сходит на нет в 2023 г. — почти все анализируемые компании, как подпавшие, так и не подпавшие под санкции, раскрыли

**Рис. 3.**

*Доля компаний, раскрывших информацию о собственниках*

**Рис. 4.**

*Доля компаний, раскрывших информацию о советах директоров*

**Рис. 5.**

*Доля компаний, (своевременно) раскрывших неконсолидированную финансовую отчетность*

**Рис. 6.**

*Доля компаний, (своевременно) раскрывших консолидированную финансовую отчетность*



Рис. 7.

Объем раскрытия информации о планах будущей деятельности (логарифм числа слов)

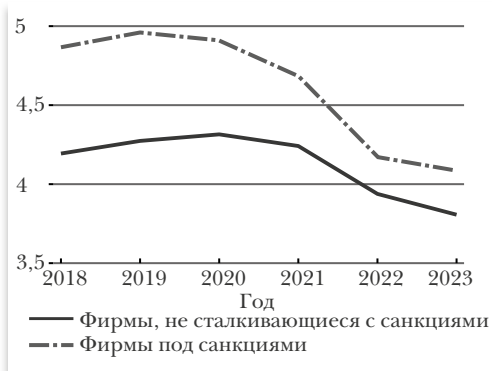


Рис. 8.

Раскрытие информации о существенных событиях (логарифм числа сообщений)

неконсолидированную финансовую отчетность за 2023 г. По всей видимости, это связано с истечением 1 июля 2023 г. срока действия Постановления Правительства № 351, предусматривавшего возможность нераскрытия корпоративной финансовой отчетности.

Динамика раскрытия информации о планах будущей деятельности (логарифм числа слов в соответствующих сообщениях) показывает дно в 2022 г. (в 2023 г. наблюдается рост), а вот раскрытие информации о существенных событиях (логарифм числа сообщений за календарный год) продолжает плавное снижение с 2020 г.

Динамика интегрального индекса раскрытия информации, полученного с помощью метода главных компонент, показана на рис. 9<sup>20</sup>. Он указывает на высокие значения раскрываемости информации до 2020 г. включительно (причем подсанкционные компании в этот период раскрывали больше информации), резкое снижение в 2021–2022 гг., особенно для подсанкционных компаний, и отскок в 2023 г., который, тем не менее, не выводит интегрального индекса на уровень 2021 г. (а тем более 2018–2020 гг.) ни для одной группы компаний. Иными словами, уровень раскрытия информации в 2023 г. оказывается ниже уровня 2018–2021 гг. как для компаний под санкциями, так и для тех, которые не попали в санкционные списки.

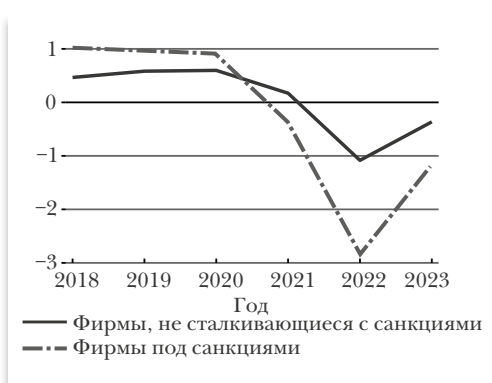


Рис. 9.

Интегральный индекс раскрытия информации (метод главных компонент)

<sup>20</sup> Первая компонента, в дальнейшем ассоциируемая с интегральным индексом, объясняет 45% общей вариации показателей раскрытия информации, имеет собственное число 2,7, а веса при всех отдельных показателях раскрытия информации положительны (что существенно для интерпретации как интегрального индекса). Вторая компонента объясняет 18,8% вариации, ее собственное число равно 1,13, а все показатели, кроме раскрытия информации о советах директоров и собственниках, имеют отрицательные веса. Третья компонента (собственное число 0,91, доля вариации 15,2%, положительные веса при раскрытии консолидированной финансовой отчетности и корпоративных событий и отрицательные при всех других) малоинформативна. Детали этого анализа доступны у авторов по запросу.

Насколько сильно отличаются две группы компаний по основным характеристикам? Для ответа на этот вопрос в табл. 2 представлена дескриптивная статистика за 2021–2023 гг. в зависимости от санкционного статуса компаний. Как и рис. 3–9, данные таблицы указывают на более низкие показатели раскрытия информации подсанкционными компаниями, за исключением информации о существенных событиях. Также заметны различия в отраслевой принадлежности двух групп компаний. В частности, доля подсанкционных компаний относительно низка в электроэнергетике, торговле и сфере науки и высока на транспорте, в добывающей и обрабатывающей промышленности.

Таблица 2.

Дескриптивная статистика 2021–2023 гг. в зависимости от санкционного статуса компаний

Переменная и категории	Среднее, <i>Sanct_dummy</i> =0, неподсанкционные компании	Среднее, <i>Sanct_dummy</i> =1, подсанкционные компании	Разница	p-значение	
1	2	3	4	5	
<i>Boards_info</i>	0,86	0,55	-0,31***	0,000	
<i>Owners_info</i>	0,82	0,45	-0,37***	0,000	
<i>Noncons_fin.rep</i>	0,86	0,77	-0,09**	0,011	
<i>Consolid_fin.rep</i>	0,75	0,71	-0,04	0,353	
$\ln(plans)$	3,85	3,03	-0,82***	0,002	
$\ln(corp.events)$	4,02	4,25	0,23***	0,007	
<i>Integral_index</i>	-0,39	-1,53	-1,14***	0,000	
$\ln(MV)$	23,32	25,66	2,34***	0,000	
$\ln(MiB)$	0,31	0,26	-0,05	0,669	
<i>Sectors</i>	<i>Agriculture</i>	0,02	0,01	-0,01	0,470
	<i>Mining &amp; nat.res.</i>	0,11	0,19	0,08**	0,012
	<i>Manufacturing</i>	0,17	0,31	0,14***	0,000
	<i>Metallurgy</i>	0,06	0,09	0,03	0,123
	<i>Power utilities</i>	0,31	0,09	-0,22***	0,000
	<i>Wholesale &amp; retail tr.</i>	0,04	0,00	-0,04**	0,012
	<i>Transport</i>	0,02	0,10	0,08***	0,000
	<i>Telecoms</i>	0,07	0,04	-0,03	0,171
	<i>Finance</i>	0,12	0,14	0,02	0,411
	<i>Science &amp; research</i>	0,02	0,00	-0,02*	0,097
	<i>Other</i>	0,07	0,04	-0,03	0,171
<i>ROA_2019</i>	0,020	0,040	0,020	0,815	
<i>Leverage_2019</i>	0,510	0,550	0,040	0,479	
<i>Size_2019</i>	24,510	26,480	1,970***	0,000	
<i>Indep_dirs_2019</i>	0,230	0,250	0,020	0,547	
<i>Wedge_2019</i>	2,200	2,400	0,200	0,869	

**Примечание.** Число наблюдений равно 459 для неподсанкционных компаний и 139 – для компаний под санкциями. Символами «\*», «\*\*», «\*\*\*» отмечены оценки, значимые на уровне 10, 5 и 1%, соответственно.

Подсанкционные компании имеют более высокую капитализацию, но не отличаются от компаний, не подпавших под санкции, отношением рыночной стоимости акционерного капитала и его бухгалтерской оценки. Таким образом, более высокая капитализация компаний под санкциями скорее всего отражает различия в размере двух групп компаний. Это подтверждается данными за 2019 г. Подсанкционные компании в среднем заметно крупнее остальных по размеру активов, разница статистически значима на уровне 1%. В то же время между двумя группами компаний отсутствуют существенные различия в таких измеренных в 2019 г. показателях, как прибыльность, финансовый рычаг, доля независимых директоров и разрыв между правами собственности и контроля крупнейшего акционера. Это, в частности, говорит о том, что две группы компаний были в досанкционный период схожи по ключевым показателям качества корпоративного управления, рассматриваемым в настоящей работе.

#### 4.2. Эконометрический анализ

В табл. 3 представлены результаты анализа детерминант раскрытия информации в 2021–2023 гг. для интегрального индекса, рассчитанного с помощью метода главных компонент. Данные за 2018–2020 гг. не используются, так как для этого периода характерно практически полное раскрытие информации (см. рис. 9). В таблице представлены результаты оценивания линейных регрессионных моделей для панельных данных по методу случайных эффектов.

В столбце 2 табл. 3 показаны результаты для простейшей базовой модели, включающей только отраслевые фиктивные переменные (обрабатывающая промышленность взята за базовую категорию) и фиктивные переменные годов наблюдения (базовая категория – 2021 г.). Они свидетельствуют о том, что раскрытие информации российскими публичными компаниями сильно варьирует по отраслям и годам наблюдения. Эти факторы в совокупности объясняют 19,3% вариации в уровне раскрытия информации.

С целью тестирования гипотезы 1 в базовую модель добавлен показатель интенсивности санкций,  $\ln(\text{Sanct\_intensity})$ . Результаты представлены в столбце 3. Коэффициент при повторно введенной в модель переменной оказывается отрицательным и статистически значимым на уровне 1%. Вклад этой переменной в объяснение вариации интегрального индекса раскрытия информации существенный и оставляет 3,1% (всего модель объясняет 22,4% вариации зависимой переменной). Таким образом, можно сделать предварительный вывод о том, что санкции существенно влияют на уровень раскрытия информации российскими публичными компаниями, с учетом отраслевой специфики и временных трендов. Иными словами, у нас нет оснований отвергнуть ранее выдвинутую гипотезу 1.

Устойчивость полученного результата проверяется в расширенной спецификации, содержащей основные показатели компаний за 2019 г., а это – прибыльность, финансовый рычаг и размер фирмы, традиционные контрольные переменные при анализе раскрытия информации (см., например, (Boubaker et al., 2011; Allegrini, Greco, 2013; Muravyev, 2025)). Результаты представлены в столбце 4 (см. табл. 3). Новые переменные оказываются статистически незначимыми как индивидуально, так и совместно (р-значение теста на совместную

Таблица 3.

## Детерминанты раскрытия информации в 2021–2023 гг., интегральный индекс

Переменные и параметры модели		Интегральный индекс раскрытия информации			
		Базовая модель	Модель с показателем интенсивности санкций	Модель с контрольными переменными 2019 г.	Модель с показателями качества корпоративного управления
1		2	3	4	5
$\ln(\text{Sanct\_intensity})$			-0,420*** (0,118)	-0,553*** (0,145)	-0,549*** (0,136)
<i>Indep_dirs_2019</i>					1,622*** (0,523)
<i>Wedge_2019</i>					-0,039* (0,022)
<i>ROA_2019</i>				-0,721 (0,478)	-0,618 (0,513)
<i>Leverage_2019</i>				0,005 (0,189)	0,054 (0,190)
<i>Size_2019</i>				0,010 (0,052)	-0,032 (0,051)
Sectors	<i>Agriculture</i>	0,802 (0,754)	0,660 (0,805)	0,645 (0,898)	0,170 (0,838)
	<i>Mining &amp; nat. res.</i>	0,175 (0,408)	0,209 (0,401)	0,339 (0,428)	0,541 (0,372)
	<i>Metallurgy</i>	-0,065 (0,355)	-0,114 (0,337)	-0,082 (0,347)	-0,279 (0,340)
	<i>Power utilities</i>	1,271*** (0,310)	1,106*** (0,315)	1,052*** (0,322)	1,157*** (0,309)
	<i>Wholesale &amp; retail tr.</i>	1,147** (0,510)	0,927* (0,508)	0,796 (0,646)	0,690 (0,570)
	<i>Transport</i>	0,195 (0,605)	0,361 (0,515)	0,441 (0,492)	0,659 (0,487)
	<i>Telecoms</i>	0,759** (0,367)	0,604 (0,370)	0,583 (0,367)	0,653* (0,339)
	<i>Finance</i>	0,394 (0,357)	0,359 (0,357)	0,720 (0,519)	0,997* (0,530)
	<i>Science &amp; research</i>	0,263 (0,813)	0,064 (0,802)	-0,701 (0,977)	-0,859 (0,897)
	<i>Other</i>	0,581 (0,535)	0,460 (0,523)	0,639 (0,509)	0,745 (0,495)
<i>Year_2022</i>		-1,614*** (0,145)	-1,535*** (0,145)	-1,556*** (0,155)	-1,551*** (0,155)
<i>Year_2023</i>		-0,787*** (0,104)	-0,643*** (0,111)	-0,637*** (0,119)	-0,629*** (0,118)
R <sup>2</sup> (overall)		0,193	0,224	0,252	0,298
Число наблюдений		598	598	525	525

**Примечания.** В таблице приведены коэффициенты линейной регрессии со случайными эффектами для панельных данных. Кластер-робастные стандартные ошибки указаны в скобках. Символами «\*», «\*\*», «\*\*\*» отмечены оценки, значимые на уровне 10, 5 и 1% соответственно.

значимость равен 0,435). При этом коэффициент при переменной, описывающей интенсивность санкций, остается отрицательным и статистически значимым на уровне 1%. Коэффициент детерминации модели немного растет, но в основном вследствие лучшей подгонки модели при сокращении числа наблюдений (показатели 2019 г. недоступны для ряда фирм, часть наблюдений выпадает)<sup>21</sup>.

В целом эти первые результаты частично перекликаются с выводами работы (Abweny et al., 2024), где обнаружено негативное влияние санкций на раскрытие информации об устойчивом развитии компаний. Зачаточное состояние литературы о связи санкций и раскрытия информации не позволяет провести другие параллели.

В столбце 5 (см. табл. 3) представлены результаты оценки параметров модели, которая дополнительно проверяет устойчивость связи санкций и раскрытия информации (гипотеза 1) и одновременно тестирует гипотезу 2 о связи раскрытия информации с корпоративным управлением. По сравнению с моделью в столбце 4 в модель добавлены показатели качества корпоративного управления в 2019 г. — доля независимых директоров в совете и величина разрыва между правами собственности и уровнем контроля крупнейшего акционера. Оказывается, что добавление этих переменных практически не влияет на коэффициент при интенсивности санкций, он остается отрицательным и статистически значимым на уровне 1%, как и в столбце 4. Тем самым вновь подтверждается устойчивость связи раскрытия информации с санкциями (гипотеза 1).

Сами вновь введенные переменные имеют ожидаемые знаки (положительный для доли независимых директоров в совете и отрицательный для величины разрыва) и являются статистически значимыми на уровне 1 и 10% соответственно. Важно, что эти два фактора корпоративного управления объясняют около 4,6% вариации в уровне раскрытия информации, что больше вклада переменной-индикатора санкций. Иными словами, уровень раскрытия информации в 2021–2023 гг. оказывается связан с качеством корпоративного управления в досанкционном и докодвидном 2019 г.: при прочих равных условиях более низкое качество корпоративного управления в досанкционные годы ведет к менее полному раскрытию информации в период санкционных шоков. Таким образом, полученные результаты свидетельствуют в пользу выдвинутой нами гипотезы 2. Отметим также, что они хорошо согласуются с многочисленными исследованиями, документирующими взаимодополняемость раскрытия информации и корпоративного управления, в том числе в российском контексте (Allegrini, Greco, 2013; Gisbert, Navallas, 2013; Berezinets, Muravyev, 2024).

С целью дальнейшего уточнения и валидации полученных результатов нами рассмотрены модели для отдельных индикаторов раскрытия информации, бинарных и непрерывных. Для бинарных зависимых переменных построены пробит-модели со случайными эффектами и рассчитаны предельные эффекты; для непрерывных — линейные модели со случайными эффектами, как в табл. 3.

В табл. 4 показаны результаты оценивания параметров этих новых моделей. В целом, они свидетельствуют о том, что санкции оказывают негативное влияние на уровень раскрытия всех типов информации (все коэффициенты при переменной  $\ln(Sanct\_intensity)$  отрицательны, однако статистически значимы только в трех из шести моделей), а показатели качества корпоративного управления значимы во всех моделях, кроме одной — для раскрытия информации о собственниках компании. При этом доля независимых директоров оказывается существенным положительным предиктором раскрытия

<sup>21</sup> Оценка параметров модели, приведенной в столбце 2, на 525 наблюдениях, используемых в столбце 3, дает коэффициент детерминации 0,248. Это подтверждает отсутствие значимого влияния показателей прибыльности, финансового рычага и размера фирмы в 2019 г. на уровень раскрытия информации.

финансовой отчетности, как консолидированной, так и неконсолидированной, равно как и планов будущей деятельности компаний, а разрыв между правами собственности и контроля крупнейшего акционера – отрицательным предиктором раскрытия информации о советах директоров, существенных фактов деятельности компании и планов будущей деятельности. Суммируя представленные в табл. 4 результаты, нет оснований отвергать ранее выдвинутые гипотезы 1 и 2. Их также можно интерпретировать в том ключе, что снижением требований к раскрытию информации воспользовались не только подпавшие под санкции компании, но и иные фирмы, отличающиеся невысоким качеством корпоративного управления и не испытывающие прямого санкционного давления.

Таблица 4.

Детерминанты раскрытия информации в 2021–2023 гг., отдельные показатели

Переменные и параметры модели	Раскрытие информации о советах директоров	Раскрытие информации о собственниках	Раскрытие информации неконсолидированной финансовой отчетности	Раскрытие консолидированной финансовой отчетности	Планы будущей деятельности (логарифм)	Существенные события (логарифм)
1	2	3	4	5	6	7
$\ln(\text{Sanct\_intensity})$	-0,078*** (0,022)	-0,101*** (0,027)	-0,021 (0,021)	-0,060** (0,027)	-0,282 (0,186)	-0,025 (0,059)
$\text{Indep\_dirs\_2019}$	0,161 (0,103)	0,103 (0,121)	0,422*** (0,078)	0,286*** (0,103)	2,055*** (0,788)	0,198 (0,205)
$\text{Wedge\_2019}$	-0,007** (0,003)	-0,006 (0,004)	-0,001 (0,003)	-0,004 (0,005)	-0,051* (0,029)	-0,030*** (0,009)
$\text{ROA\_2019}$	-0,099 (0,141)	-0,134 (0,127)	-0,297*** (0,098)	-0,191 (0,145)	-0,640 (0,836)	0,514* (0,304)
$\text{Leverage\_2019}$	0,142** (0,060)	-0,014 (0,045)	-0,010 (0,044)	0,006 (0,051)	-0,470* (0,266)	0,199 (0,138)
$\text{Size\_2019}$	-0,027*** (0,010)	-0,018 (0,011)	-0,028*** (0,009)	0,004 (0,013)	-0,010 (0,073)	0,157*** (0,021)
<i>Sectors</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>Years</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES
$R^2(\text{pseudo/overall})$	0,317	0,360	0,387	0,217	0,140	0,335
Число наблюдений	525	510	525	525	525	525

**Примечание.** В столбцах 2–5 показаны предельные эффекты модели пробит со случайными эффектами для панельных данных, в столбцах 6–7 – коэффициенты линейной модели со случайными эффектами для панельных данных. Кластер-робастные стандартные ошибки указаны в скобках. Символами «\*», «\*\*», «\*\*\*» отмечены оценки, значимые на уровне 10, 5 и 1% соответственно. Для столбцов 6 и 7 показан общий (overall) коэффициент детерминации. Для столбцов 2–5 показан псевдокоэффициент детерминации на основе индекса отношения правдоподобия МакФаддена.

Каков экономический эффект (не)раскрытия информации российскими публичными компаниями? Подтверждают или нет имеющиеся данные гипотезу 3 о положительном влиянии раскрытия информации на рыночную стоимость компаний? В табл. 5 представлены результаты анализа, призванного дать ответы на эти вопросы для двух переменных, характеризующих рыночную стоимость

Таблица 5.

Раскрытие информации, санкции и рыночная стоимость компаний. Оценки по методу случайных эффектов

Переменные и параметры модели	Логарифм отношения рыночной и балансовой стоимости акционерного капитала			Логарифм капитализации фирмы		
	Простая модель	Модель с контрольными переменными, 2019 г.	Модель с отдельными показателями раскрытия информации	Простая модель	Модель с контрольными переменными, 2019 г.	Модель с отдельными показателями раскрытия информации
1	2	3	4	5	6	7
$\ln(\text{Sanct\_intensity})$	-0,177*** (0,068)	-0,165** (0,083)	-0,144** (0,071)	0,023 (0,063)	0,009 (0,071)	0,066 (0,063)
$\text{Integral\_index}$	0,053*** (0,020)	0,048** (0,021)		0,056*** (0,015)	0,051*** (0,017)	
$\text{Boards\_info}$			0,148 (0,105)			0,213*** (0,075)
$\text{Owners\_info}$			0,171 (0,118)			0,003 (0,073)
$\text{Noncons\_fin.rep}$			0,058 (0,125)			-0,005 (0,075)
$\text{Consolid\_fin.rep}$			0,003 (0,077)			0,211*** (0,052)
$\ln(\text{plans})$			-0,005 (0,011)			-0,021** (0,009)
$\ln(\text{corp.events})$			0,067 (0,058)			0,232*** (0,053)
$\text{ROA}_{2019}$		0,493 (0,447)			0,771 (0,525)	
$\text{Leverage}_{2019}$		1,685*** (0,292)			-0,081 (0,174)	
$\text{Size}_{2019}$		-0,049 (0,034)			0,852*** (0,051)	
$\text{Sectors}$	YES	YES	YES	YES	YES	YES
$\text{Years}$	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Тест на совместную значимость для переменных раскрытия информации, р-значение			0,011			0,000
$R^2(\text{overall})$	0,082	0,282	0,088	0,220	0,794	0,297
Число наблюдений	1060	991	1060	1181	1043	1181

**Примечание.** В таблице приведены коэффициенты линейной регрессии со случайными эффектами для панельных данных. Кластер-робастные стандартные ошибки указаны в скобках. Символами «\*», «\*\*», «\*\*\*», отмечены оценки, значимые на уровне 10, 5 и 1% соответственно.

компаний,  $\ln(MtB)$  (столбцы 2–4) и  $\ln(MV)$  (столбцы 5–7). Столбец 2 показывает результаты оценки наиболее простой модели, включающей показатель санкционного давления, интегральный индекс раскрытия информации, отраслевые фиктивные переменные и эффекты времени. Как можно было ожидать, санкции негативно сказываются на соотношении рыночной и бухгалтерской оценки акционерного капитала. Напротив, более полное раскрытие информации ведет к росту этого показателя результативности фирм. Расчет стандартизованных коэффициентов регрессии показывает, что эти эффекты вполне сопоставимы по величине (стандартизованный коэффициент при раскрытии информации равен трем четвертям стандартизованного коэффициента при индикаторе санкций).

Эти результаты сохраняются при добавлении традиционных при анализе раскрытия информации контрольных переменных – прибыльности, финансового рычага и размера компании в 2019 г. (столбец 3). Попытка замены индекса раскрытия информации набором из шести отдельных показателей (столбец 4) оказывается малоинформативной – индивидуальные коэффициенты при всех показателях, кроме одного, оказываются положительными, но статистически незначимыми. В то же время, эти переменные совместно статистически значимы на уровне 5% (результаты теста показаны в табл. 5). В целом мы видим негативное влияние санкций и позитивный эффект раскрытия информации на рыночную результативность компаний. Таким образом, полученные оценки свидетельствуют в пользу выдвинутой нами гипотезы 3.

Эти результаты частично подтверждаются оценками, представленными в столбцах 5–7, где в качестве зависимой переменной используется показатель рыночной стоимости (капитализации) компаний. В этих спецификациях не обнаружено значимых негативных последствий санкций на капитализацию компаний, но подтверждено положительное влияние уровня раскрытия информации. Более того, результаты показывают, что наиболее существенным для повышения рыночной стоимости компании является раскрытие информации о совете директоров, консолидированной финансовой отчетности и существенных фактов в деятельности компании<sup>22</sup> (табл. 6).

В целом эти выводы хорошо согласуются с выводами международной литературы об экономических последствиях раскрытия информации (Ружанская, 2010; Jiao, 2011; Assidi, 2020; Федорова и др., 2020; Banerjee, Estrin, Pal, 2022). Более того, полученные свидетельства негативного влияния санкций на рыночную стоимость компаний (побочный результат нашего исследования) перекликаются с результатами работ (Ghasseminejad, Jahan-Parvar, 2021; Зайцев, Лощенкова, 2023) для Ирана и России соответственно.

Подводя итог, заметим, что нераскрытие (части) существенной информации, очевидно, позволяет компаниям снизить риски санкций, но одновременно оно сопряжено со снижением их рыночной стоимости. Таким образом, решения о (не)раскрытии информации требуют анализа потенциальных выгод и издержек как со стороны компаний, так и со стороны регулятора. При этом особого внимания со стороны инвесторов и регуляторов заслуживают случаи нераскрытия информации компаниями, отличающимися невысоким качеством корпоративного управления и при этом не испытывающими прямого санкционного дав-

<sup>22</sup> Эти результаты также подтверждаются в моделях с фиксированными эффектами (табл. 6). В этих моделях коэффициенты при неизменных во времени регрессорах не могут быть оценены и поэтому пропущены.

Таблица 6.

Раскрытие информации, санкции и рыночная стоимость компаний. Оценки по методу фиксированных эффектов

Переменные и параметры модели	Логарифм отношения рыночной и балансовой стоимости акционерного капитала		Логарифм капитализации фирмы	
	Простая модель	Модель с отдельными показателями раскрытия информации	Простая модель	Модель с отдельными показателями раскрытия информации
1	2	3	4	5
$\ln(\text{Sanct\_intensity})$	-0,219*** (0,082)	-0,185** (0,084)	-0,058 (0,064)	-0,026 (0,064)
$\text{Integral\_index}$	0,049** (0,021)		0,047*** (0,015)	
$\text{Boards\_info}$		0,121 (0,107)		0,223*** (0,076)
$\text{Owners\_info}$		0,158 (0,121)		0,028 (0,073)
$\text{Noncons\_fin.rep}$		0,072 (0,126)		0,036 (0,073)
$\text{Consolid\_fin.rep}$		-0,004 (0,076)		0,166*** (0,052)
$\ln(\text{plans})$		-0,005 (0,011)		-0,025*** (0,009)
$\ln(\text{corp.events})$		0,080 (0,068)		0,119** (0,051)
$\text{Variables\_2019}$	Учтены фиксированными эффектами фирмы			
$\text{Sectors}$	Учтены фиксированными эффектами фирмы			
$\text{Years}$	YES	YES	YES	YES
Тест на совместную значимость для переменных раскрытия информации, р-значение		0,030		0,000
R2(within)	0,125	0,135	0,366	0,392
Число наблюдений	1060	1060	1181	1181

**Примечание.** В таблице приведены коэффициенты линейной регрессии с фиксированными эффектами для панельных данных. Кластер-робастные стандартные ошибки указаны в скобках. Символами «\*», «\*\*», «\*\*\*» отмечены оценки, значимые на уровне 10, 5 и 1% соответственно.

ления. Такие случаи могут скрывать оппортунистическое поведение менеджеров и крупных собственников, нацеленное на извлечение – в ущерб миноритарным акционерам – частных выгод от обладания контролем над фирмой.

## 5. Заключение

Одним из ответов на беспрецедентные санкции, введенные западными странами против РФ, стали одобренные правительством страны существенные послабления в отношении обязательного раскрытия информации российскими

компаниями. Последствия этих решений до сих пор остаются не вполне ясными. Настоящая работа призвана дать общее представление о раскрытии российскими публичными компаниями информации в контексте санкционной политики западных стран, прояснить детерминанты раскрытия информации и оценить его влияние на результативность (рыночную стоимость) компаний.

С помощью новых и уникальных данных, охватывающих все российские публичные компании, акции которых торговались на Московской бирже в 2018–2023 гг., и методов дескриптивного, статистического и эконометрического анализа нами обнаружено следующее.

Для анализируемых компаний характерен высокий уровень раскрытия информации до 2020–2021 гг. и его резкое снижение в последующие годы. В частности, в период с 2021 г. по 2022 г. наблюдалось массовое нераскрытие годовой финансовой отчетности, с 2022 г. – массовое нераскрытие информации о собственниках и советах директоров, а также снижение объема раскрываемой информации о планах и существенных событиях компаний.

Снижение уровня раскрытия информации наиболее сильно проявляется в компаниях, подпавших под санкции, но также характерно и для компаний, не испытывающих прямого санкционного давления. Это новый результат (с учетом зачаточного состояния литературы о связи раскрытия информации с санкциями), частично перекликающийся с результатами работы (Abweny et al., 2024), где задокументировано негативное влияние санкций на раскрытие информации об устойчивом развитии компаний.

Помимо санкций, важным детерминантом раскрытия информации оказывается качество корпоративного управления в досанкционный период. Компании с более высокими показателями корпоративного управления в 2019 г. в среднем раскрывали больше информации о своей деятельности в 2021–2023 гг. Этот вывод хорошо согласуется с эмпирическими исследованиями на российских и зарубежных данных, указывающими на взаимодополняемость раскрытия информации и корпоративного управления (например, (Allegri, Greco, 2013; Berezinets, Muravyev, 2024)).

В ходе нашего исследования также установлено, что раскрытие информации существенно влияет на рыночную стоимость компаний. Этот результат подтверждает выводы ряда российских и зарубежных исследователей, представленный, например, в работах (Jiao, 2011; Федорова и др., 2020; Vanerjee, Estrin, Pal, 2022).

С практической точки зрения один из важнейших выводов нашего исследования состоит в том, что снижением обязательных стандартов раскрытия информации воспользовались в том числе компании с невысоким качеством корпоративного управления, что, как минимум, чревато потерями для миноритарных акционеров. Это обстоятельство необходимо принимать во внимание при разработке политики противодействия санкционному давлению.

Отметим также несколько ограничений проведенного анализа. К ним относятся небольшое число используемых индикаторов раскрытия информации и корпоративного управления в досанкционный период. Здесь мы сочли необходимым пожертвовать глубиной анализа раскрытия информации, сконцентрировавшись на ключевых показателях в пользу более широкого охвата компаний, что призвано снизить риски смещения выборки по сравнению, например, с исследованиями (Ильина, Березинец, Орлова, 2009; Ружанская, 2010) или же с общедоступными рей-

тингами корпоративного управления, например (Национальный индекс ..., 2022), охватившими только 100 крупнейших компаний.

Еще одним ограничением нашей работы выступает недифференцированность санкций, например по степени охвата компаний (т.е. вводимых против целых секторов или отдельных фирм) и юрисдикциям (т.е. отдельным странам, вводящим ограничения). Вполне возможно, что поведение и результаты деятельности российских компаний зависят от этих деталей.

За рамками нашего исследования остался вопрос о потенциальных косвенных механизмах влияния санкций на российские компании. Такими механизмами могут быть, в частности, уход компаний с зарубежных фондовых рынков и резкие изменения в составе органов управления, включая советы директоров. Например, как отмечено в исследовании, проведенном консалтинговой группой «КФР» совместно с Национальным объединением корпоративных секретарей и при поддержке Московской биржи, в последние годы наблюдается заметный исход иностранных директоров из советов российских компаний<sup>23</sup>. Так, за период с 2021 г. по 2022 г. доля иностранных директоров сократилась более чем в два раза, с 30 до 14%, а в 2023 г. наблюдалось падение еще на 2%. Поэтому вполне вероятно, что негативный эффект нераскрытия информации вбирает влияние ухудшения корпоративного управления.

Допускаем также, что, несмотря на приложенные нами усилия, направленные на минимизацию эндогенности (в частности, благодаря работе с данными генеральной совокупности, что позволяет избежать проблем смещения выборки, использования во многих спецификациях лаговых значений регрессоров, применения моделей с фиксированными эффектами), определенные риски эндогенности, особенно применительно к моделям с рыночной стоимостью компаний, могут иметь место.

Полагаем, что дальнейшие исследования смогут дополнить и уточнить результаты, представленные в нашей работе.

#### ЛИТЕРАТУРА / REFERENCES

- Голикова В.В., Кузнецов Б.В.** (2021). Стратегии поведения российских предприятий обрабатывающей промышленности в отношении импорта в условиях экономических санкций // *Вопросы экономики*. № 7. С. 89–106. DOI: 10.32609/0042-8736-2021-7-89-106 [**Golikova V.V., Kuznetsov B.V.** (2021). Strategies of Russian industrial enterprises' importing behavior under economic sanctions. *Voprosy Ekonomiki*, 7, 89–106. DOI: 10.32609/0042-8736-2021-7-89-106 (in Russian).]
- Зайцев Ю.К., Лощенкова А.Н.** (2023). Влияние санкций на деятельность российских компаний из обрабатывающего сектора экономики в период 2014–2021 гг. // *Журнал Новой экономической ассоциации*. № 3 (60). С. 50–65. DOI: 10.31737/22212264\_2023\_3\_50-65 [**Zaytsev Yu.K., Loshchenkova A.N.** (2023). The impact of sanctions on the activities of Russian companies from the manufacturing sector of the economy in 2014–2021. *Journal of the New Economic Association*, 3 (60), 50–65. DOI: 10.31737/22212264\_2023\_3\_50-65 (in Russian).]
- Ильина Ю.Б., Березинец И.В., Орлова А.В.** (2009). Индекс раскрытия информации: взаимосвязь с финансовой результативностью // *Корпоративные финансы*. Т. 3 (2). С. 28–39. DOI: 10.17323/jjcf.2073-0438.3.2.2009.28-39 [**Ilyina Yu.B., Berezinets I.V., Orlova A.V.** (2009). Disclosure index: Relationship to financial performance. *Journal of Corporate Finance Research*, 3 (2), 29–39. DOI: 10.17323/jjcf.2073-0438.3.2.2009.28-39 (in Russian).]

<sup>23</sup> КФР, НОКС, МОЕХ (2023). Обзор практик корпоративного управления. Индекс совета директоров ([https://nokc.org.ru/wp-content/uploads/2024/01/kfr\\_indeks-sd\\_2023.pdf](https://nokc.org.ru/wp-content/uploads/2024/01/kfr_indeks-sd_2023.pdf)).

- Муравьев А.А., Телятников Н.С.** (2024). Компании с акциями разных типов: мировой опыт и российская практика // *Journal of Applied Economic Research*. Т. 23 (3). С. 801–832. DOI: 10.15826/vestnik.2024.23.3.032 [Muravyev A.A., Telyatnikov N.S. (2024). Dual class stock companies: Global experience and Russian practice. *Journal of Applied Economic Research*, 23 (3), 801–832. DOI: 10.15826/vestnik.2024.23.3.032 (in Russian).]
- Национальный индекс корпоративного управления: раскрытие информации*, 2022 (2022). Режим доступа: [http://cgindex.ru/wp-content/uploads/2023/01/National\\_CG\\_Index\\_2022.pdf](http://cgindex.ru/wp-content/uploads/2023/01/National_CG_Index_2022.pdf) [*National corporate governance index: Information disclosure*, 2022 (2022). Available at: [http://cgindex.ru/wp-content/uploads/2023/01/National\\_CG\\_Index\\_2022.pdf](http://cgindex.ru/wp-content/uploads/2023/01/National_CG_Index_2022.pdf) (in Russian).]
- Ружанская Л.С.** (2010). Раскрытие информации российскими компаниями: результаты эмпирического исследования // *Российский журнал менеджмента*. Т. 8 (3). С. 35–56. [Ruzhanskaya L.S. (2010). Corporate transparency in Russia: The results of empirical study. *Russian Management Journal*, 8 (3), 35–56 (in Russian).]
- Федорова Е.А., Афанасьев Д.О., Нерсисян Р.Г., Ледяева С.В.** (2020). Влияние нефинансовой информации на основные показатели российских компаний // *Журнал Новой экономической ассоциации*. № 2 (46). С. 73–96. DOI: 10.31737/2221-2264-2020-46-2-4 [Fedorova E.A., Afanasev D.O., Nersesyan R.G., Ledyayeva S.V. (2020). Impact of non-financial information on key financial indicators of Russian companies. *Journal of the New Economic Association*, 2 (46), 73–96. DOI: 10.31737/2221-2264-2020-46-2-4 (in Russian).]
- Федюнина А.А., Симачев Ю.В.** (2023). Устойчивость российских компаний в цепочках создания стоимости к санкционному шоку // *Журнал Новой экономической ассоциации*. № 3 (60). С. 180–187. DOI: 10.31737/22212264\_2023\_3\_180-187 [Fedyunina A.A., Simachev Yu.V. (2023). Resilience of Russian firms in value chains to the sanction shock. *Journal of the New Economic Association*, 3 (60), 180–187. DOI: 10.31737/22212264\_2023\_3\_180-187 (in Russian).]
- Федюнина А.А., Симачев Ю.В.** (2024). Мир в лабиринте санкций: неоднозначность эмпирических свидетельств // *Вопросы экономики*. № 8. С. 5–27. DOI: 10.32609/0042-8736-2024-8-5-27 [Fedyunina A.A., Simachev Yu.V. (2024). The world in the maze of sanctions: Ambiguity of empirical evidence. *Voprosy Ekonomiki*, 8, 5–27. DOI: 10.32609/0042-8736-2024-8-5-27 (in Russian).]
- Abweny M., Ahmed R., Benjasak C., Nguyen D.T.** (2024). The influence of sanctions on corporate reporting behaviour: International evidence. *International Journal of Finance and Economics*, 30 (3), 3322–3339. DOI: 10.1002/ijfe.3064
- Adams R.B., Hermalin B.E., Weisbach M.S.** (2010). The role of boards of directors in corporate governance: A conceptual framework and survey. *Journal of Economic Literature*, 48 (1), 58–107. DOI: 10.1257/jel.48.1.58
- Aflatooni A., Ghaderi K., Mansouri K.** (2022). Sanctions against Iran, political connections and speed of adjustment. *Emerging Markets Review*, 51, 100889. DOI: 10.1016/j.ememar.2022.100889
- Allegrini M., Greco G.** (2013). Corporate boards, audit committees and voluntary disclosure: Evidence from Italian listed companies. *Journal of Management and Governance*, 17, 187–216. DOI: 10.1007/s10997-011-9168-3

- Assidi S.** (2020). The effect of voluntary disclosures and corporate governance on firm value: A study of listed firms in France. *International Journal of Disclosure and Governance*, 17 (2), 168–179. DOI: 10.1057/s41310-020-00090-1
- Assidi S.** (2023). Voluntary disclosure and corporate governance: Substitutes or complements for firm value? *Competitiveness Review: An International Business Journal*, 33 (6), 1205–1229. DOI: 10.1108/CR-08-2022-0112
- Banerjee S., Estrin S., Pal S.** (2022). Corporate disclosure, compliance and consequences: Evidence from Russia. *European Journal of Finance*, 28 (17), 1770–1802. DOI: 10.1080/1351847x.2021.2007972
- Baulkaran V.** (2014). Management entrenchment and the valuation discount of dual class firms. *Quarterly Review of Economics and Finance*, 54 (1), 70–81. DOI: 10.1016/j.qref.2013.08.001
- Beekes W., Brown P., Zhan W., Zhang Q.** (2016). Corporate governance, companies' disclosure practices and market transparency: A cross country study. *Journal of Business Finance and Accounting*, 43 (3–4), 263–297. DOI: 10.1111/jbfa.12174
- Belkhir M., Boubaker S., Derouiche I.** (2014). Control-ownership wedge, board of directors, and the value of excess cash. *Economic Modelling*, 39, 110–122. DOI: 10.1016/j.econmod.2014.02.026
- Berezinets I., Muravyev A.** (2024). Disclosure and corporate governance: Evidence from Russian companies. *Russian Management Journal*, 22 (2), 193–222 (in English). DOI: 10.21638/spbu18.2024.203
- Berle A., Means G.** (1932). *The modern corporation and private property*. N.Y.: MacMillan.
- Botosan C.A.** (1997). Disclosure level and the cost of equity capital. *Accounting Review*, 72 (3), 323–349.
- Boubaker S., Lakhali F., Nekhili M.** (2011). The determinants of web-based corporate reporting in France. *Managerial Auditing Journal*, 27 (2), 126–155. DOI: 10.1108/02686901211189835
- Burks J.J., Cuny C., Gerakos J., Granja J.** (2018). Competition and voluntary disclosure: Evidence from deregulation in the banking industry. *Review of Accounting Studies*, 23, 1471–1511. DOI: 10.1007/s11142-018-9463-1
- Chen C.J., Jaggi B.** (2000). Association between independent non-executive directors, family control and financial disclosures in Hong Kong. *Journal of Accounting and Public Policy*, 19 (4–5), 285–310. DOI: 10.1016/S0278-4254(00)00015-6
- Chi C.W., Hung K., Cheng H.W., Tien Lieu P.** (2015). Family firms and earnings management in Taiwan: Influence of corporate governance. *International Review of Economics and Finance*, 36, 88–98. DOI: 10.1016/j.iref.2014.11.009
- Darrrough M.N.** (1993). Disclosure policy and competition: Cournot vs. Bertrand. *Accounting Review*, 68 (3), 534–561.
- Diamond D.W., Verrecchia E.R.** (1991). Disclosure, liquidity, and the cost of capital. *The Journal of Finance*, 46 (4), 1325–1359. DOI: 10.1111/j.1540-6261.1991.tb04620.x
- Enache L., Hussainey K.** (2020). The substitutive relation between voluntary disclosure and corporate governance in their effects on firm performance. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 54 (2), 413–445. DOI: 10.1007/s11156-019-00794-8
- Farvaque E., Refait-Alexandre C., Saïdane D.** (2011). Corporate disclosure: A review of its (direct and indirect) benefits and costs. *International Economics*, 128, 5–31. DOI: 10.1016/S2110-7017(13)60001-3

- Ghasseminejad S., Jahan-Parvar M.R.** (2021). The impact of financial sanctions: The case of Iran. *Journal of Policy Modeling*, 43 (3), 601–621. DOI: 10.1016/j.jpolmod.2021.03.001
- Gisbert A., Navallas B.** (2013). The association between voluntary disclosure and corporate governance in the presence of severe agency conflicts. *Advances in Accounting*, 29 (2), 286–298. DOI: 10.1016/j.adiac.2013.07.001
- Gompers P.A., Ishii J., Metrick A.** (2010). Extreme governance: An analysis of dual-class firms in the United States. *Review of Financial Studies*, 23 (3), 1051–1088. DOI: 10.1093/rfs/hhp024
- Hao J.** (2024). Disclosure regulation, cost of capital, and firm values. *Journal of Accounting and Economics*, 77 (1), 101605. DOI: 10.1016/j.jacceco.2023.101605
- Heflin F., Moon J.R. Jr, Wallace D.** (2016). A re-examination of the cost of capital benefits from higher-quality disclosures. *Journal of Financial Reporting*, 1 (1), 65–95. DOI: 10.2308/jfir-51322
- 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. DOI: 10.1016/0304-405x(76)90026-x
- Jiao Y.** (2011). Corporate disclosure, market valuation, and firm performance. *Financial Management*, 40 (3), 647–676. DOI: 10.1111/j.1755-053X.2011.01156.x
- Johnson S, Boone P., Breach A., Friedman E.** (2000). Corporate governance in the Asian financial crisis. *Journal of Financial Economics*, 58 (1–2), 141–186. DOI: 10.1016/S0304-405X(00)00069-6
- Lambert R., Leuz C., Verrecchia R.E.** (2007). Accounting information, disclosure, and the cost of capital. *Journal of Accounting Research*, 45 (2), 385–420. DOI: 10.1111/j.1475-679X.2007.00238.x
- Lee K.W.** (2007). Corporate voluntary disclosure and the separation of cash flow rights from control rights. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 28 (4), 393–416. DOI: 10.1007/s11156-007-0020-4
- Leuz C., Wysocki P.D.** (2016). The economics of disclosure and financial reporting regulation: Evidence and suggestions for future research. *Journal of Accounting Research*, 54 (2), 525–622. DOI: 10.1111/1475-679X.12115
- Li T., Zaiats N.** (2017). Information environment and earnings management of dual-class firms around the world. *Journal of Banking and Finance*, 74, 1–23. DOI: 10.1016/j.jbankfin.2016.09.009
- Maddala G.** (1983). *Limited-dependent and qualitative variables in econometrics*. N.Y.: Cambridge University Press.
- Masulis R.W., Wang C., Xie F.** (2009). Agency problems at dual-class companies. *Journal of Finance*, 64 (4), 1697–1727. DOI: 10.1111/j.1540-6261.2009.01477.x
- Michelon G., Bozzolan S., Beretta S.** (2015). Board monitoring and internal control system disclosure in different regulatory environments. *Journal of Applied Accounting Research*, 16 (1), 138–164. DOI: 10.1108/jaar-03-2012-0018
- Mitton T.** (2002). A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the East Asian financial crisis. *Journal of Financial Economics*, 64 (2), 215–241. DOI: 10.1016/S0304-405X(02)00076-4

- Muravyev A.** (2025). Board monitoring and corporate disclosure: The role of the institutional environment and firm-level governance. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 15 (1), 138–175. DOI: 10.1108/JAEE-08-2023-0221
- Muravyev A., Telyatnikov N.** (2024). The wedge between ownership and control, shareholder identity and corporate disclosure: Evidence from Russia. *Journal of Corporate Finance Research*, 18 (3), 5–25. DOI: 10.17323/j.jcfr.2073-0438.18.3.2024.5-25
- Nagar V., Schoenfeld J., Wellman L.** (2019). The effect of economic policy uncertainty on investor information asymmetry and management disclosures. *Journal of Accounting and Economics*, 67 (1), 36–57. DOI: 10.1016/j.jacceco.2018.08.011
- Palas R., Solomon D., Gafni D., Baum I.** (2023). Does wedge size matter? Financial reporting quality and effective regulation of dual-class firms. *Finance Research Letters*, 54, 103774. DOI: 10.1016/j.frl.2023.103774
- Patel S.A., Balic A., Bwakira L.** (2002). Measuring transparency and disclosure at firm-level in emerging markets. *Emerging Markets Review*, 3 (4), 325–337. DOI: 10.1016/S1566-0141(02)00040-7
- Rahman M.M., Khatun N.** (2017). Quality of corporate governance: A review from the literature. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 4 (1), 59–66. DOI: 10.13106/jafeb.2017.vol4.no1.59
- Raimo N., Caragnano A., Mariani M., Vitolla F.** (2022). Integrated reporting quality and cost of debt financing. *Journal of Applied Accounting Research*, 23 (1), 122–138. DOI: 10.1108/JAAR-04-2021-0097
- Saha R., Kabra K.C.** (2022). Corporate governance and voluntary disclosure: Evidence from India. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 20 (1), 127–160. DOI: 10.1108/jfra-03-2020-0079
- Verbeek M.** (2017). *A guide to modern econometrics*. Chichester: John Wiley and Sons.
- Verrecchia R.** (1990). Information quality and discretionary disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 12, 365–380. DOI: 10.1016/0165-4101(90)90021-U
- Zamil I.A., Ramakrishnan S., Jamal N.M., Hatif M.A., Khatib S.F.** (2023). Drivers of corporate voluntary disclosure: A systematic review. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 21 (2), 232–267. DOI: 10.1108/JFRA-04-2021-0110

Поступила в редакцию 30.08.2024

Received 30.08.2024

**K.M. Kambaralieva**  
HSE University, Saint Petersburg, Russia

**A.A. Muravyev**  
HSE University, Saint Petersburg, Russia; Institute of Labor Economics (IZA), Bonn, Germany

## **Sanctions, disclosure and the performance of Russian publicly traded companies<sup>24</sup>**

**Abstract.** Since 2019, the Russian regulator's policy on corporate information disclosure has undergone a number of significant changes. Amid unprecedented sanctions pressure from Western countries, companies were allowed to withhold material information about their operations, including financial statements. However, these measures, aimed at protecting domestic companies from sanctions, have introduced the risks of lower investment attractiveness and deteriorating performance of firms in the medium- and long-run. This paper studies disclosure practices by Russian public companies in the context of Western sanctions and evaluates their impact on firm performance. The dataset covers all Russian public companies the shares of which were listed at the Moscow Exchange in 2018–2023. Using descriptive, statistical and econometric methods, we find a dramatic increase in the number of companies that did not disclose financial statements in 2021–2022 and information about owners and boards of directors in 2022–2023, and also observe a decrease in the amount of disclosed information on plans and material events of companies in 2021–2023. The likelihood of information disclosure turns out to be related not only to sanctions, but also to the level of corporate governance in the pre-sanctions period. We also find a significant positive impact of information disclosure on the market value of companies. Thus, failure to disclose (including under the pretext of sanctions) material information leads to a decrease in the market value of firms, which must be taken into account when designing policies aimed to counter sanctions pressure.

**Keywords:** *disclosure, sanctions, corporate governance, corporate performance, Russian public companies.*

JEL Classification: G34, M40.

For reference: **Kambaralieva K.M., Muravyev A.A.** (2025). Sanctions, disclosure and the performance of Russian publicly traded companies. *Journal of the New Economic Association*, 4 (69), 58–86 (in Russian).

DOI: 10.31737/22212264\_2025\_4\_58-86

EDN: WUIKIA

---

<sup>24</sup> The authors are grateful to the anonymous reviewer of the Journal of the New Economic Association, as well as to T.G. Dolgopyatova, E.M. Rogova, the participants of the 11<sup>th</sup> Annual International Scientific Economy & Management Conference (Graduate School of Management, St. Petersburg State University, October 1–5, 2024), and the participants of the Annual All-Russian Conference of Young Scientists with International Participation "Economic Theory: Facing Reality. Problems of Sustainable Development: Challenges for Russia and the World" (Institute of Economics, Russian Academy of Sciences, October 25, 2024) for their valuable comments, suggestions, and recommendations.