

ФИНАНСОВАЯ ЭКОНОМИКА

В. В. Назарова¹

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

А. А. Федорова²

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

УДК 336.67

ВЛИЯНИЕ РЕЗУЛЬТАТОВ АУДИТА НА СТОИМОСТЬ АКЦИЙ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ

Основная цель исследования состоит в изучении влияния, оказываемого выпуском аудиторских заключений, на стоимость акций российских публичных компаний. Практическая значимость и актуальность работы обусловлены возрастанием роли аудита на финансовом рынке и недостатком подобных работ в отечественной научной литературе. В работе оценивается реакция российского фондового рынка на публикации аудиторских заключений, содержащих различные типы аудиторских мнений. По результатам исследования были сделаны следующие выводы: российский фондовый рынок реагирует на выпуск аудиторских заключений весьма хаотично; рынок негативно реагирует на мнения с оговоркой, выданные аудитором Big4, и также отрицательно откликается на немодифицированные мнения, выданные аудитором организации, не входящей в Big4; реакция рынка противоположна для идентичных видов мнений, выданных разными аудиторами.

Ключевые слова: аудиторское заключение, фондовый рынок, инвестиционные решения, мнение аудитора, Россия.

Цитировать статью: Назарова В. В., Федорова А. А. Влияние результатов аудита на стоимость акций российских компаний // Вестник Московского университета. Серия 6. Экономика. — 2020. — № 2. — С. 78–105.

¹ Назарова Варвара Вадимовна — к.э.н., доцент департамента финансов СПбШЭиМ НИУ «Высшая школа экономики», e-mail: nvarvara@list.ru, ORCID: 0000-0002-9127-1644.

² Федорова Анна Андреевна — магистр СПбШЭиМ «Высшая школа экономики», e-mail: afedorova@edu.hse.ru, ORCID: 0000-0002-8293-3166.

V. V. Nazarova

National Research University Higher School of Economics (Saint Petersburg, Russia)

A. A. Fedorova

National Research University Higher School of Economics (Saint Petersburg, Russia)

JEL: G3; L2

THE INFLUENCE OF AUDIT OUTCOMES ON THE VALUE OF SHARES OF RUSSIAN COMPANIES

The aim of this study is to assess the impact of audit reports issuance on the value of public corporations' shares on the Russian stock market. The practical significance and relevance are due to the increasing role of audit in the financial market and the lack of such studies in the domestic literature. The study is based on the market model and Event Study. The research evaluates the reaction of Russian stock market to publication of audit reports containing various types of audit opinions and takes into account the relation of auditor to the Big4 group. The findings show that the Russian stock market reacts to the release of audit reports very chaotically; the market reacts negatively to the opinions with reservation issued by a Big4 auditor, and also negatively responds to unmodified opinions issued by an auditor of a non-Big4 organization; the market reaction is the opposite for identical types of opinions issued by different types of auditors.

Keywords: audit report, stock market, investment decisions, auditor's opinion, Russia.

To cite this document: *Nazarova V. V., Fedorova A. A. (2020) The influence of audit outcomes on the value of shares of russian companies. Moscow University Economic Bulletin, (2), 78–105.*

Независимый аудит развивается на российском рынке уже более 30 лет. Однако в сравнении с зарубежной практикой это относительно небольшой период. Поэтому на сегодняшний день актуальными остаются вопросы о роли аудита в экономике, о ценности и значении результатов работы независимых аудиторов [Козменкова, Кемаева, 2015, с. 32].

Уровень развития аудита в России повышает необходимость изучения различных аспектов аудита, его роли в экономической жизни отдельной компании и влияния на рынок в целом. Влияние результатов аудита на стоимость акций компаний изучалось зарубежными исследователями начиная с 70-х гг. XX в. [Firth, 1978]. В российской практике такие исследования практически не проводились.

С каждым новым упоминанием о финансовом мошенничестве или «неудачном» аудите возникают новые вопросы о значимости независимого аудита. Несмотря на то что многие осознают, что аудиторы играют

важную роль в функционировании глобальных рынков капитала, некоторые убеждены, что качество проведенного аудита измеряется отсутствием фактов мошенничества или банкротства компании в перспективе. Инвесторы заинтересованы в достоверной надежной информации о привлекательных для них компаниях. Основным источником такой информации является аудированная финансовая отчетность. С развитием рынков капитала ответственность аудиторов перед инвесторами в предоставлении независимого мнения о финансовой отчетности повышается. Аудиторские заключения становятся более объемными. Более того, теперь они в большинстве случаев включают также анализ рисков компании и информацию о работе системы внутреннего контроля. Как результат, вид мнения, выраженного аудитором в заключении, и его содержание потенциально оказывают влияние на решения, принимаемые инвесторами, что, в свою очередь, приводит к изменениям на фондовом рынке [Kueppers, Sullivan, 2010, с. 286; Варкулевич, Задворный, 2017, с. 181].

Цель данной работы — оценить влияние публикации аудиторских заключений на динамику цен акций российских корпораций, учитывая разные типы аудиторских заключений и принадлежность аудиторской организации к группе компаний Big4.

Объектами исследования являются рынок независимого аудита и российский фондовый рынок. Предмет исследования — аудиторские заключения и цены закрытия акций российских корпораций. В качестве методов, на которых основывается данная работа, были выбраны событийный анализ Event Study и рыночная модель.

В целях проведения исследования были сформулированы следующие предположения:

- Гипотеза 1: рынок акций в среднем положительно реагирует на выпуск аудиторских заключений с выражением немодифицированного мнения;
- Гипотеза 2: рынок акций в среднем негативно реагирует на выпуск аудиторских заключений с выражением мнения с оговоркой;
- Гипотеза 3: рынок акций в среднем одинаково реагирует на выпуск аудиторских заключений, выданных аудитором группы компаний Big4 и аудитором иной организации.

Практическая значимость проведения этой работы обусловлена тем, что на данный момент ввиду значительного недостатка отечественных исследований в данной сфере не сформулирована модель, которая бы корректно описывала влияние опубликованных результатов аудита на динамику цен акций российских компаний. В случае подтверждения выдвинутого предположения можно будет сделать вывод о высокой значимости аудита и составить ряд рекомендаций для компаний.

В статье будут раскрыты сущность и различные аспекты аудиторской деятельности, типы аудиторских заключений. Далее будут рассмотрены

проведенные ранее исследования, направленные на оценку реакции фондового рынка на выпуск аудиторских заключений, и обоснован выбор методологии исследования. В статье будет представлена оценка влияния результатов аудита на российский фондовый рынок и определены причины незначительного влияния выпуска аудиторских заключений на рыночную динамику.

Аудит и аудиторская деятельность

В России аудит появился в 80-е гг. XX в. в связи с возникшей необходимостью контроля за учетом и отчетностями частных предприятий, которые в отличие от государственных организаций не подвергались обязательным проверкам Министерства финансов [Козменкова, Кемаева, 2015, с. 32].

На настоящий момент существует множество трактовок понятия «аудит». В своей статье Н. М. Зиновьева и К. В. Блошенко определяют аудит как проведение независимой проверки, которая завершается выражением мнения о финансовой отчетности предприятия. Такие проверки могут быть как обязательными, так и могут проводиться по инициативе самой компании. Результат аудита необходим не только представителям государственных органов, судьям и другим лицам, причастным к судебным делам, для подтверждения информации, отраженной в финансовых отчетах компаний. Аудиторское заключение представляет интерес для акционеров, существующих и потенциальных инвесторов и кредиторов, так как эти и другие лица неспособны лично убедиться в достоверности отражения операций компании в отчете [Зиновьева, Блошенко, 2017, с. 122–123].

Ключевая цель аудита — оценить достоверность информации, представленной в бухгалтерской отчетности компании, в соответствии с установленными стандартами аудита. В данном контексте под достоверностью имеется в виду точность данных, отраженных в отчете, которая дает возможность пользователю финансовой информации делать верные заключения об успешности хозяйственной деятельности, а также имущественном состоянии предприятия, что позволяет принимать впоследствии правильные инвестиционные и другие решения [Зиновьева, Блошенко, 2017, с. 125].

«Основной продукт» аудиторской деятельности — это повышение уровня надежности бухгалтерской отчетности, в результате чего снижается информационный риск, что позволяет внешним пользователям увереннее принимать решения [Козменкова, Кемаева, 2015, с. 33, 36].

Согласно международному стандарту аудита (МСА) 700 «Формирование мнения и составление заключения о финансовой отчетности», цель аудитора заключается в формировании мнения об отчетности на основе оценивания собранных аудиторских доказательств и последующее выра-

жение мнения в виде письменного заключения. Существует две формы аудиторского заключения: немодифицированное и модифицированное [Международный стандарт аудита 700]. Для целей исследования использовалась следующая классификация модифицированного заключения: мнение с оговоркой, отрицательное мнение и отказ от выражения мнения [Международный стандарт аудита 705]. Тип аудиторского заключения зависит от корректности и оправданности предоставленной финансовой информации, полноты и целостности отчетности, наличия подтверждающих фактов и событий, которые отражены в отчетности.

Реакция фондового рынка на выпуск аудиторских заключений

В зарубежной научной литературе большой ряд работ посвящен изучению роли аудита на фондовом рынке. Исследователи изучают вопрос влияния выпуска аудиторского заключения компании на изменение стоимости ее акций на рынке начиная с 70-х гг. XX в. Так, М. Firth впервые провел исследование, направленное на изучение эффекта, который производят аудиторские заключения с выражением мнения с оговоркой на инвестиционные решения в Соединенном Королевстве. В своей работе автор использовал рыночную модель, сравнивая реальные доходности компаний с ожидаемыми. Результаты показали, что определенные типы модифицированных заключений содержат важную информацию, которая оказывает негативное влияние на цены акций соответствующих компаний [Firth, 1978, p. 642–645, 649].

С. W. Chow и S. J. Rice в своей работе пришли к выводу о том, что в США выпуск мнения с оговоркой негативно влияет на цены акций компании. Однако отмечается, что эта связь, указывающая исключительно на наличие корреляции между переменными и не являющаяся причинно-следственной связью, меняется в зависимости от типа оговорок [Chow, Rice, 1982, p. 35–53].

Исследование J. A. Elliott показало, что для определенных типов оговорок наблюдается значительное падение цен акций компании за 45 недель до объявления прибыли. Т. Shevlin и G. Whittred обнаружили, что цены акций падают в период, предшествующий объявлению о выпуске аудиторского заключения, при этом степень снижения цен зависит от типа оговорки [Elliott, 1982, p. 618, 635; Shevlin, Whittred, 1984, p. 37–52].

В. Soltani провел первое подобное исследование во Франции и пришел к выводу о том, что для компаний, которые получили мнение с оговоркой, наблюдаются значительные негативные избыточные доходности до и после публикации аудиторского отчета, что подтверждает информационную ценность заключений для инвесторов [Soltani, 2000, p. 269–291].

Результаты анкетного анализа, проведенного в Китае, показали, что мнения с оговоркой негативно сказываются на оценке достоверно-

сти финансовых отчетов в отношении убеждений сотрудников банков и финансовых компаний. Оговорки, выраженные в отчете, оказывают слабое влияние на убеждения менеджеров. Тем не менее эти оговорки, как выяснили исследователи, не влияют на инвестиционные и финансовые решения этих двух групп [Lin et al., 2003, p. 1–22].

Вышеперечисленные исследования демонстрируют, что в странах, являющихся крупными игроками на финансовых рынках, уже более 40 лет уделяют внимание связи между аудиторскими заключениями и динамикой цен на фондовых биржах. Результаты варьируются в зависимости от региона, иногда противоречат друг другу. Однако в целом прослеживается следующий тренд: публикация модифицированных аудиторских заключений с оговоркой негативно влияет на изменение стоимости акций соответствующих компаний.

В странах с более низким уровнем развития фондовых рынков изучение данного исследовательского вопроса началось несколько позже.

Исследование, проведенное в Греции, показало, что аудированные финансовые отчеты несут в себе небольшую смысловую нагрузку и, следовательно, не влияют на решения, принимаемые инвесторами. P. Tahinakis, J. Mylonakis и E. Daskalopoulou, проводя исследование по греческим компаниям, также используют рыночную модель и событийный анализ на основании выводов, сделанных их предшественниками. Проведенный анализ не продемонстрировал статистически значимого эффекта от выпуска разных видов аудиторских мнений в день даты объявления о выпуске. Значительная положительная реакция рынка была замечена в день, предшествующий объявлению. Исследователи объясняют полученные незначимые результаты тем, что, возможно, у инвесторов существует недостаток понимания важности и ценности содержания аудиторских отчетов [Tahinakis et al., 2010, p. 91–92, 97].

В то же время существует ряд работ, которые демонстрируют противоположные результаты. Например, в статье, рассматривающей случай Хорватии и Словении, утверждается, что качество аудита и мнение аудитора действительно влияют на динамику изменения цен на фондовом рынке. В основе исследования лежат дискриминантный анализ и логит-модели [Noti et al., 2012, p. 77–79, 85].

Другой ряд статей фокусируется на определенных отраслях. Исследователи из Турции изучали данный вопрос применительно к банковскому сектору, используя динамическую панельную модель. В ходе работы авторы приходят к заключению, что мнение, сформулированное независимым аудитором, — это один из факторов, оказывающих влияние на решения инвесторов [Rena et al., 2016, p. 157, 162].

Еще одна работа, которая концентрируется на банковском секторе, была опубликована исследователями из Шри-Ланки. Важно отметить, что данная статья в отличие от упомянутых выше не фокусируется

на аудиторских отчетах, а рассматривает роль финансовых отчетностей в целом. Авторы использовали метод событийного анализа Event Study для изучения данного вопроса на фондовом рынке Шри-Ланки. Результаты исследования обнаружили положительные избыточную доходность и кумулятивную избыточную доходность около даты публикации годового финансового отчета компании. Однако они оказались не значимы на 5%-ном уровне доверия [Menike, Man, 2013, p. 75, 78–81].

Проанализировав результаты вышеперечисленных исследований, можно сделать вывод о том, что не существует единой реакции фондового рынка на выпуск аудиторских заключений. Вероятно, эффект, производимый публикацией аудиторского отчета, зависит от рассматриваемого региона, от уровня развития экономики и активности на фондовом рынке в данной стране.

В единственной статье отечественных исследователей по этой теме утверждается, что авторы обнаружили взаимосвязь между событиями выпуска аудированных финансовых отчетностей и изменением стоимости акций публичных российских компаний. Научная работа отечественных исследователей основывается на простейшей математической модели. Один из недостатков данной статьи — небольшая выборка, которая включает в себя 27 компаний, котирующихся на Московской бирже. Авторы рассматривают данные всего за один год — 2015-й. Еще одно ограничение данного исследования состоит в том, что выборка включает аудиторские заключения исключительно с немодифицированным мнением. Результаты демонстрируют умеренно-существенную долю значимости факторов отчетности с немодифицированным аудиторским заключением для российского фондового рынка [Варкулевич, Задворный, 2017, с. 180–186].

Обзор существующих исследований показал, что взаимосвязь аудита и стоимости акций компаний различна в зависимости от региона и уровня его экономического развития. Следовательно, некорректно будет перенести результаты исследований зарубежных авторов на российскую практику. Необходимость в проведении новых исследований в России подкрепляется недостатком отечественных работ по выбранной тематике.

Событийный анализ Event Study и рыночная модель: описание и алгоритм

Событийный анализ является широко используемым инструментом, оценивающим финансовое влияние изменений в корпоративной политике. Целью исследования данным методом является выявление наличия «ненормального» эффекта цены акций, связанного с анализируемым событием. Данный подход помогает определить значимость этого события. Весомым преимуществом событийного анализа является то, что при соблюдении концепции рациональности на рынке последствия произошед-

шего события отражаются в стоимости ценных бумаг на коротком промежутке времени.

Стандартный подход событийного анализа базируется на оценке рыночной модели и последующем расчете избыточных доходностей для каждой компании из выборки. Harvey [Harvey, 2018] считает, что использование доходностей акций, а не цен, является целесообразным, поскольку зачастую котировки в чистом виде представляют собой нестационарный временной ряд. Verbeek [Verbeek, 2004] описывает стационарность как характеристику финансовых временных рядов, когда в любой момент времени распределение единиц выборки неизменно. В исследованиях допускают слабую стационарность, т.е. функция распределения непостоянна во времени. Слабая стационарность является результатом перехода от цен акций к относительным значениям, иными словами, доходностям. В основе формирования данных «ненормальных» доходностей лежит реакция рынка на то или иное событие.

Метод событий является на текущий момент самым распространенным и практичным способом анализа влияния события на цены акций, что позволяет в данном случае применить его для оценки эффективности выпуска аудиторского заключения. Среди преимуществ данного метода выделяют его удобство для сравнения эффективностей больших совокупностей сделок, а также в точности оценивания выгод, которые получает компания от совершения сделок. По данным причинам исследование будет проводиться на основе метода событийного анализа [Binder, 1998; Duso, 2010; Chira, 2017; Рогова, 2015; Kolari, 2018].

Выбор в пользу использования событийного анализа в работе был сделан по ряду причин. Использование метода событийного анализа предполагает выявление влияния факта выпуска аудиторского заключения, влияние особенностей выпускаемого заключения на стоимость акции. Важно проследить, как информация о событии отразилась на цене акций в количественном выражении. Предполагается, что выпуск заключения может оказать влияние на рыночную оценку компании и ожидания инвесторов.

В ранее проведенных исследованиях были использованы регрессионные или авторские модели, в представленном исследовании делается попытка привлечения ранее не задействованного для российской практики метода.

Метод событийного анализа был апробирован на большой выборке на основе современных данных, что позволяет расширить исследовательский вопрос и взглянуть на взаимосвязь результатов аудита и рыночной оценки стоимости компаний, инвестиционных ожиданий.

Роль независимого аудита в обеспечении доверия к компании в настоящее время недооценена, и метод событийного анализа позволяет по-новому взглянуть на данный вопрос и разработать некоторые рекомендации как для компании, так и для инвесторов. Исследование поднимает вопрос о недооценке профессионального анализа отчетности как фактора

выбора инвестиционной стратегии и предопределяет пути дальнейшего анализа поднятой проблематики.

Представленное исследование проводится путем адаптации алгоритмов, представленных в статьях М. G. P.D Menike и W. Man; P. Tahinakis, J. Mylonakis и E. Daskalopoulou, чьи работы являются одними из последних исследований, изучающих влияние аудиторских заключений на цены акций компаний. Кроме того, в работе применяются теоретические и практические рекомендации, изложенные в работах А. В. Яворской и В. М. Яворского; И. В. Березинец, Ю. Б. Ильиной, М. В. Смирнова [Menike, Man, 2013, p. 78–80; Tahinakis et al., 2010, p. 92–94; Яворская, Яворский, 2015, с. 99–103; Березинец и др., 2016, с. 34–35].

Первым шагом метода событийного анализа рассчитывается ежедневная доходность акций каждой компании по следующей формуле:

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}}, \quad (1)$$

где: $R_{i,t}$ — доходность акций компании i в день t ; $P_{i,t}$ — цена акций компании i в день t ; $P_{i,t-1}$ — цена акций компании i в день $t - 1$.

Таким образом определяется доходность для каждой компании. На следующем этапе вычисляется доходность рыночного портфеля.

$$R_{m,t} = \frac{MP_{i,t} - MP_{i,t-1}}{MP_{i,t-1}}, \quad (2)$$

где: $R_{m,t}$ — доходность рыночного портфеля в день t ; $MP_{i,t}$ — цена закрытия индекса в день t ; $MP_{i,t-1}$ — цена закрытия индекса в день $t - 1$.

Затем необходимо определить ожидаемую доходность каждой компании. Рыночная модель предполагает наличие линейной взаимосвязи между доходностью определенной акции и рыночной доходностью. Ожидаемая доходность рассчитывается по следующей формуле:

$$ER_{i,t} = \alpha_i + \beta_i (R_{m,t}), \quad (3)$$

где: $ER_{i,t}$ — ожидаемая доходность акции компании i в день t ; α_i — константа; β_i — систематический риск; $R_{m,t}$ — доходность рыночного портфеля в день t .

Значения коэффициентов α_i и β_i для каждого наблюдения вычисляются путем построения регрессии, в которой доходность акций компаний выступает в качестве зависимой переменной, а доходность рыночного портфеля — в качестве независимой. Коэффициенты рассчитываются отдельно для каждой компании на выбранном окне оценивания.

Далее необходимо вычислить избыточные доходности ($AR_{i,t}$). Считается, что в случае наступления события наблюдается позитивная или негативная реакция рынка, которая выражается в виде избыточной доходности акции.

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - ER_{i,t}, \quad (4)$$

где: $AR_{i,t}$ — избыточная доходность акций компании i в день t ; $R_{i,t}$ — доходность акций компании i в день t ; $ER_{i,t}$ — ожидаемая доходность акций компании i в день t .

Если событие не происходит, фактическая доходность акций оказывается равной ожидаемой доходности:

$$R_{i,t} = ER_{i,t}. \quad (5)$$

Затем для получения значений для всей выборки находят избыточные доходности, усредненные по компаниям и — если есть необходимость — по годам, суммируя все значения и разделяя на число наблюдений:

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{i,t}, \quad (6)$$

где: AAR_t — средняя избыточная доходность акций компаний в день t ; $AR_{i,t}$ — избыточная доходность акций компании i в день t .

На завершающем этапе необходимо определить кумулятивные средние избыточные доходности ($CAARs$) для каждого дня окна события ($T = -t, \dots, 0, \dots, +t$) по следующей формуле:

$$CAAR_T = \sum_{t=-T}^T AAR_t, \quad (7)$$

где: $CAAR_T$ — кумулятивная средняя избыточная доходность акций компаний в день t ; AAR_t — средняя избыточная доходность акций компаний в день t .

Кумулятивная средняя избыточная доходность демонстрирует, какое влияние оказало событие на акции в определенный день окна событий. Если значение выше нуля, то влияние на рынок оценивается как положительное.

Формирование выборки исследования

Для оценки инвестиционных решений в качестве выражения реакции рынка будет использовано изменение цен акций публичных компаний, акции которых котируются на Московской бирже [Сайт Московской биржи].

В исследовании рассматриваются аудиторские заключения, составленные в соответствии с МСФО, относящиеся к годовым финансовым отчетностям компаний за 2013–2017 гг. Аудиторские заключения взяты с официальных сайтов компаний или с сайта центра раскрытия информации «Интерфакс». По ряду компаний такие заключения имеются и доступны за весь выбранный временной период. Однако по некоторым предприятиям аудиторские заключения об отчетностях, составленных в соответствии с МСФО, представлены за более короткий период (от одного года

до четырех лет) или вовсе отсутствуют. Поэтому в выборку вошли заключения, полученные 126 компаниями за период от года до пяти лет в выбранном временном промежутке с 2014 по 2018 г. [Сайт «Интерфакс»].

В выборку включены заключения, выражающие следующие типы мнений: немодифицированные, мнения с оговоркой и с выражением отказа от формирования мнения.

Для проведения исследования методом событийного анализа необходимо определить даты событий. В данном случае дата события — это день выпуска заключения аудиторской организацией, т.е. день подписания отчета аудитором. После формирования базы данных по заключениям необходимо собрать информацию с фондового рынка по акциям. Стоимость акций компаний из выборки в форме дневных цен закрытия акций была получена с сайта инвестиционного холдинга «Финам». Котировки акций за необходимые периоды были представлены не по всем компаниям. Поэтому в итоговую выборку вошло 505 событий выпуска аудиторского заключения [Сайт «Финам»].

Для проведения сравнительного анализа реакции рынка на разные типы мнений выборка была разделена на группы. В исследовании было сформировано пять групп (табл. 1).

Таблица 1

**Распределение аудиторских заключений по группам
в зависимости от типа выраженного мнения и отношения
аудиторской организации к группе Big4**

№	Группа	Число наблюдений
I	Немодифицированное мнение, выраженное аудиторами компании, не входящей в Big4	139
II	Мнение с оговоркой, выраженное аудиторами компании, не входящей в Big4	14
III	Отказ аудитора компании, не входящей в Big4, от выражения мнения	2
IV	Немодифицированное мнение, выраженное аудиторами Big4	330
V	Мнение с оговоркой, выраженное аудиторами Big4	220

Источник: составлено авторами.

Построение модели с помощью Event Study

Для проведения работы с помощью метода событий необходимо определить продолжительность окна события и окна оценивания (рис. 1). Так как влияние выпуска аудиторского заключения в целом имеет краткосрочный характер, выбранная длина окна события составила 21 день, т.е. 10 дней, предшествующих событию, дата события и 10 последующих

дней. Выбор длины расчетного окна, как и длины окна события, сделан на базе последних зарубежных исследований по данной теме, в которых применялся данный подход, например в статье M. G. P. D. Menike и W. Man. Таким образом, продолжительность окна оценивания составила 200 дней, предшествующих окну события $[-210; -10]$ [Menike, Man, 2013, p. 79].

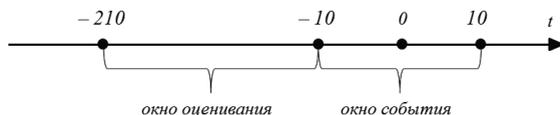


Рис. 1. Графическое отображение временных промежутков, используемых при построении модели

Далее необходимо произвести расчеты для каждого наблюдения. На первом этапе присваивается «фиктивное время» каждому дню. Дата выпуска аудиторского заключения — «нулевой день». Таким образом «фиктивное время» присваивается последующим 10 дням после даты события и 210 дням до выпуска. В следующих двух столбцах отображаются соответствующие датам цены закрытия акций и рыночного индекса, выраженные в рублях. В качестве рыночного индекса используется индекс Московской биржи MOEX, который считается основным индикатором фондового рынка РФ и включает в себя акции 50 крупнейших российских компаний, являющихся представителями базовых секторов экономики.

На следующем этапе рассчитываются ежедневная доходность акций компании $R_{i,t}$ и рыночная доходность $R_{m,t}$ по формулам (1–2). Для получения нормальной доходности, наблюдаемой в обычном случае, при отсутствии рассматриваемого события, необходимо построить регрессию по рыночной модели, которая предполагает линейную связь между доходностью акции и рыночной доходностью. После получения оценок коэффициентов α_i и β_i на временном промежутке окна события $[-10; 10]$ для каждого дня вычисляются ожидаемая нормальная доходность акций компании по формуле (3) и избыточная доходность $AR_{i,t}$ по формуле (4).

Такой алгоритм действий выполняется для каждого наблюдения каждой из пяти групп. После чего по формулам (6–7) рассчитываются средние избыточные доходности AAR_t и кумулятивные средние избыточные доходности $CAAR_t$ для каждого дня окна события в рамках каждой группы. Значения AAR_t показывают разницу между фактической и ожидаемой доходностью акций, имеющей место при отсутствии данного события в среднем по всем наблюдениям группы. $CAAR_t$ демонстрирует кумулятивную среднюю избыточную доходность в тот или иной день окна события в среднем по всем наблюдениям группы. Положительные значения этих доходностей следует принимать за показатель положительного влияния данного события на рынок, и наоборот [Яворская, Яворский, 2015, с. 100–101].

Результаты оценки и выводы

В результате проведенных расчетов для каждой группы наблюдений были построены графики средних избыточных доходностей и накопленных средних избыточных доходностей.

На графике, изображенном на рис. 2, можно заметить, что рынок реагирует негативно во все дни окна события, за исключением первых трех дней после выпуска аудиторского заключения. На графике, изображенном на рис. 3, прослеживается негативный тренд на всей длине окна события, что противоречит предположению о положительной реакции рынка на выпуск немодифицированного аудиторского заключения.

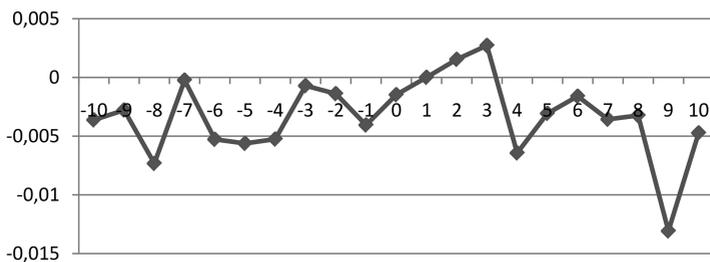


Рис. 2. Динамика средней избыточной доходности (AAR) по группе «Немодифицированное мнение, выраженное аудитором компании, не входящей в группу Big4»

Источник: составлено авторами.

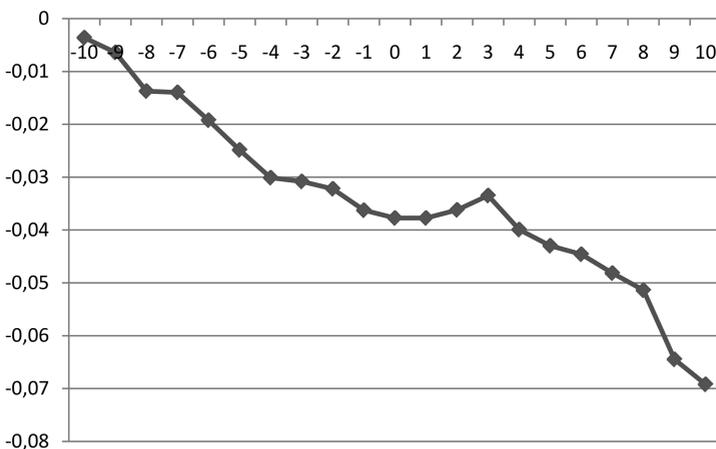


Рис. 3. Динамика кумулятивной средней избыточной доходности (CAAR) по группе «Немодифицированное мнение, выраженное аудитором компании, не входящей в группу Big4»

Источник: составлено авторами.

График, изображенный, на рис. 4, демонстрирует изменчивую реакцию рынка на выпуск заключения, выданного аудитором, не являющегося представителем компании Big4, с выражением мнения с оговоркой. Положительная реакция российского фондового рынка циклично сменяется отрицательной. В целом можно отметить (рис. 5), что рынок реагирует на мнение с оговоркой положительно, что также не соответствует выдвинутым предположениям.

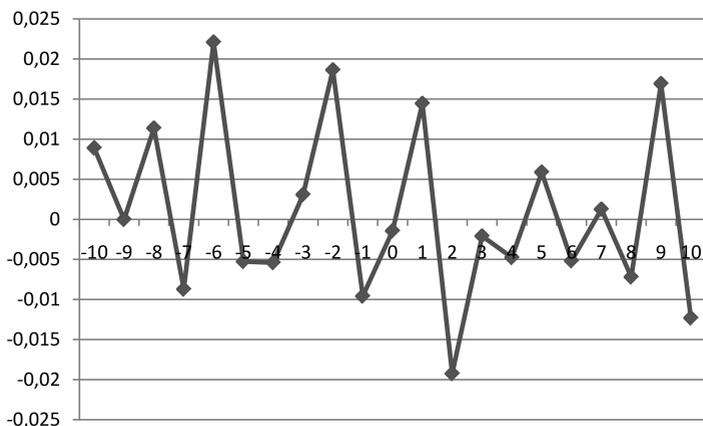


Рис. 4. Динамика средней избыточной доходности (AAR) по группе «Мнение с оговоркой, выраженное аудитором компании, не входящей в группу Big4»
 Источник: составлено авторами.

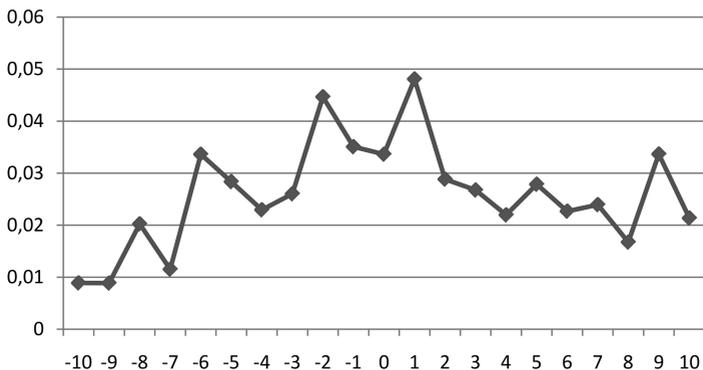


Рис. 5. Динамика кумулятивной средней избыточной доходности (CAAR) по группе «Мнение с оговоркой, выраженное аудитором компании, не входящей в группу Big4»
 Источник: составлено авторами.

Диаграмма, представленная на рис. 6, демонстрирует значительный положительный отклик рынка за день до выпуска заключения с отказом

аудитора организации, не входящей в число компаний Big4, от выражения мнения. В день публикации и в последующие четыре дня рынок проявляет очень слабую негативную реакцию, близкую к нулю. С 7-го дня окна события реакция рынка практически не отлична от нуля. По графику кумулятивной доходности (рис. 7) видно, что в целом реакция рынка отрицательна, что соответствует предположениям, за исключением вышеупомянутого положительного отклика рынка за день до выпуска аудиторского заключения.

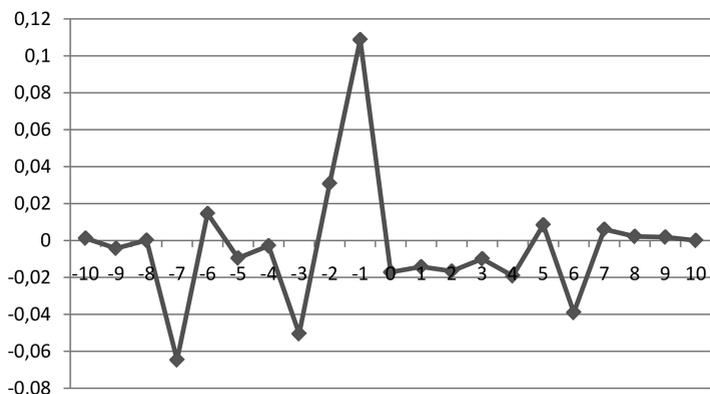


Рис. 6. Динамика средней избыточной доходности (AAR) по группе «Отказ аудитора компании, не входящей в группу Big4, от выражения мнения»
 Источник: составлено авторами.

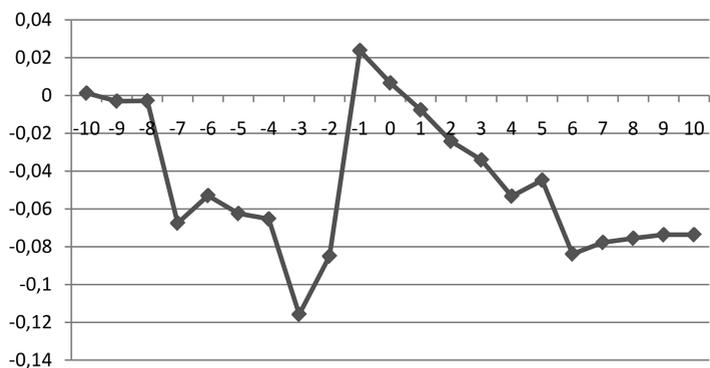


Рис. 7. Динамика кумулятивной средней избыточной доходности (CAAR) по группе «Отказ аудитора компании, не входящей в группу Big4, от выражения мнения»
 Источник: составлено авторами.

Поведение российского фондового рынка в ответ на немодифицированные заключения, выпущенные аудиторами группы Big4, имеет схожую

динамику (рис. 8). Накопленная средняя избыточная доходность (рис. 9) демонстрирует, что в целом реакция рынка отрицательна, но с 3-го дня окна события прослеживается положительный тренд.

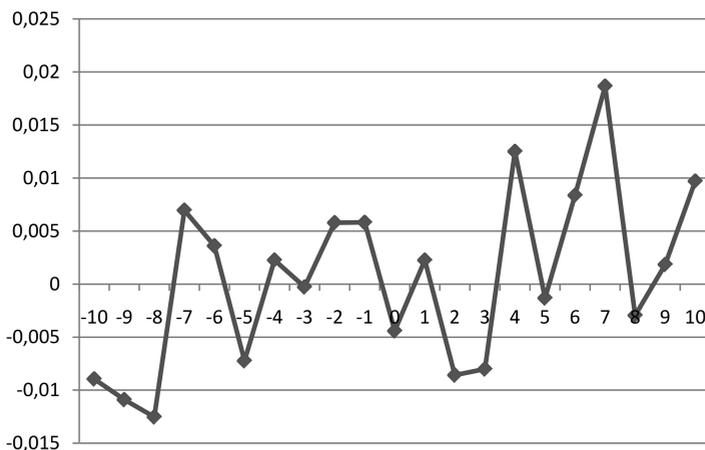


Рис. 8. Динамика средней избыточной доходности (AAR) по группе «Немодифицированное мнение, выраженное аудитором Big4»
Источник: составлено авторами.

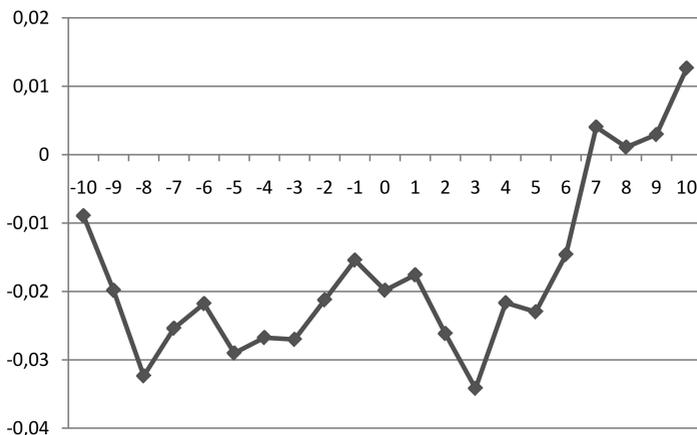


Рис. 9. Динамика кумулятивной средней избыточной доходности (CAAR) по группе «Немодифицированное мнение, выраженное аудитором Big4»
Источник: составлено авторами.

На графике (рис. 10), который описывает состояние фондового рынка до и после выпуска аудиторских заключений, содержащих мнение с оговоркой, выраженное аудитором группы компаний Big4, можно наблюдать

достаточно хаотичное поведение фондового рынка. График накопленных доходностей (рис. 11), за исключением –9-го дня окна события, демонстрирует проявление негативного реагирования рынка, что соответствует ожиданиям.

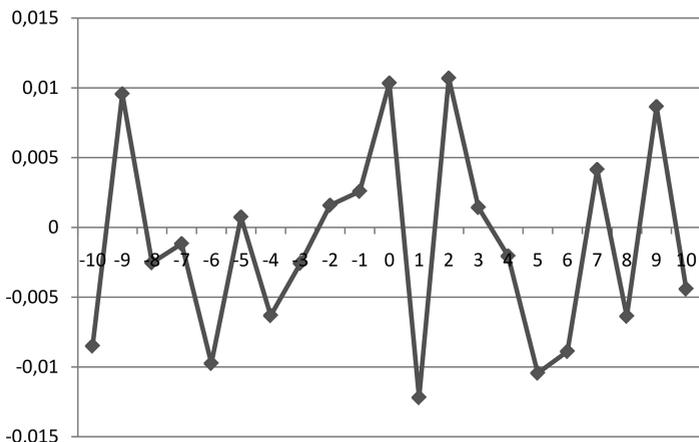


Рис. 10. Динамика средней избыточной доходности (AAR) по группе «Мнение с оговоркой, выраженное аудитором Big4»
Источник: составлено авторами.

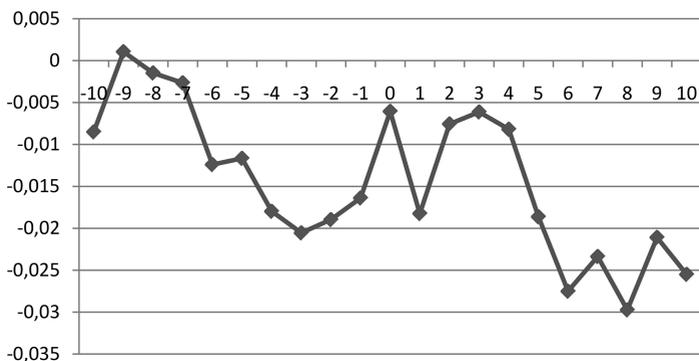


Рис. 11. Динамика кумулятивной средней избыточной доходности (CAAR) по группе «Мнение с оговоркой, выраженное аудитором Big4»
Источник: составлено авторами.

Сравнение графиков наблюдений продемонстрировало, что реакция рынка на идентичные виды мнений, но выраженные разными типами аудиторских компаний, не одинакова.

При проверке статистической значимости полученных значений на 5%-ном уровне доверия средние избыточные доходности оказались

не значимы для каждого дня окна события во всех группах наблюдений (см. табл. 2–7).

Таблица 2

Расчет AAR, CAAR, t-статистики по группе «Немодифицированное мнение, выраженное аудитором компании, не входящей в группу Big4»

№ дня окна события	AAR	CAAR	t-статистика
-10	-0,00362	-0,00362	0,004027
-9	-0,00278	-0,0064	0,00345
-8	-0,00733	-0,01372	0,003852
-7	-0,00024	-0,01396	0,003783
-6	-0,00527	-0,01923	0,003924
-5	-0,00562	-0,02485	0,003528
-4	-0,00525	-0,03011	0,004292
-3	-0,00071	-0,03082	0,003565
-2	-0,00139	-0,03221	0,003412
-1	-0,00406	-0,03626	0,003559
0	-0,00148	-0,03774	0,00459
1	4,53E-06	-0,03773	0,004203
2	0,001534	-0,0362	0,003618
3	0,002717	-0,03348	0,003805
4	-0,00644	-0,03992	0,003988
5	-0,00306	-0,04298	0,004257
6	-0,00161	-0,04459	0,00427
7	-0,00357	-0,04816	0,003498
8	-0,00324	-0,0514	0,003506
9	-0,01308	-0,06447	0,004419
10	-0,00473	-0,0692	0,003837

Источник: составлено авторами.

Таблица 3

Расчет AAR, CAAR, t-статистики по группе «Мнение с оговоркой, выраженное аудитором компании, не входящей в группу Big4»

№ дня окна события	AAR	CAAR	t-статистика
-10	0,008902	0,008902	0,008081
-9	-2,4E-05	0,008878	0,010299
-8	0,011371	0,020249	0,005346
-7	-0,00872	0,01153	0,003994
-6	0,022094	0,033625	0,017128

№ дня окна события	AAR	CAAR	t-статистика
-5	-0,00526	0,028361	0,008423
-4	-0,00541	0,022955	0,007975
-3	0,003078	0,026032	0,007406
-2	0,018627	0,04466	0,011941
-1	-0,00959	0,035072	0,005851
0	-0,00144	0,033634	0,006899
1	0,014449	0,048083	0,013398
2	-0,01924	0,028839	0,013155
3	-0,00209	0,026749	0,007338
4	-0,00477	0,021979	0,005898
5	0,005879	0,027858	0,010455
6	-0,00517	0,022686	0,00915
7	0,001256	0,023942	0,007541
8	-0,0072	0,016746	0,007376
9	0,016919	0,033666	0,011573
10	-0,01231	0,02136	0,007068

Источник: составлено авторами.

Таблица 4

Расчет AAR, CAAR, t-статистики по группе «Отказ аудитора компании, не входящей в группу Big4, от выражения мнения»

№ дня окна события	AAR	CAAR	t-статистика
-10	0,001254	0,001254	0,015448
-9	-0,00424	-0,00299	0,008121
-8	0,000146	-0,00284	0,015289
-7	-0,06467	-0,06752	0,032969
-6	0,01458	-0,05294	0,024929
-5	-0,0095	-0,06244	0,008777
-4	-0,00285	-0,06529	0,024423
-3	-0,05051	-0,1158	0,039767
-2	0,030814	-0,08499	0,025906
-1	0,108762	0,023771	0,12123
0	-0,01713	0,006639	0,053772
1	-0,01424	-0,0076	0,022738
2	-0,01662	-0,02422	0,017378
3	-0,0099	-0,03411	0,028637
4	-0,01915	-0,05327	0,011612

Окончание табл. 4

№ дня окна события	AAR	CAAR	t-статистика
5	0,008475	-0,04479	0,002994
6	-0,03902	-0,08382	0,032725
7	0,006076	-0,07774	0,002469
8	0,002213	-0,07553	0,007501
9	0,001868	-0,07366	0,016671
10	2,42E-05	-0,07364	0,01126

Источник: составлено авторами.

Таблица 5

**Расчет AAR, CAAR, t-статистики по группе
«Немодифицированное мнение, выраженное аудитором Big4»**

№ дня окна события	AAR	CAAR	t-статистика
-10	-0,00894	-0,00894	0,007174
-9	-0,01089	-0,01983	0,01253
-8	-0,01252	-0,03236	0,011217
-7	0,006962	-0,0254	0,00986
-6	0,003607	-0,02179	0,001786
-5	-0,00723	-0,02902	0,005604
-4	0,00226	-0,02676	0,002702
-3	-0,00027	-0,02703	0,001452
-2	0,005787	-0,02125	0,005177
-1	0,005817	-0,01543	0,00686
0	-0,00441	-0,01984	0,005125
1	0,002255	-0,01759	0,001798
2	-0,00858	-0,02617	0,008237
3	-0,00801	-0,03418	0,008161
4	0,012507	-0,02167	0,013258
5	-0,00132	-0,02299	0,001738
6	0,008365	-0,01462	0,008694
7	0,018657	0,004033	0,018196
8	-0,00295	0,001088	0,00312
9	0,001849	0,002937	0,001599
10	0,009705	0,012642	0,01074

Источник: составлено авторами.

**Расчет AAR, CAAR, t-статистики по группе
«Мнение с оговоркой, выраженное аудитором Big4»**

№ дня окна события	AAR	CAAR	t-статистика
-10	-0,0085	-0,0085	0,006111
-9	0,009563	0,001063	0,005226
-8	-0,00253	-0,00147	0,004522
-7	-0,00117	-0,00265	0,004793
-6	-0,00975	-0,0124	0,00492
-5	0,000736	-0,01166	0,005185
-4	-0,00632	-0,01798	0,004444
-3	-0,00257	-0,02055	0,004053
-2	0,001582	-0,01897	0,007197
-1	0,002582	-0,01639	0,005769
0	0,010338	-0,00605	0,008529
1	-0,0122	-0,01825	0,009063
2	0,010691	-0,00756	0,009436
3	0,001429	-0,00613	0,005426
4	-0,00206	-0,00818	0,00292
5	-0,01044	-0,01863	0,005637
6	-0,00889	-0,02752	0,003444
7	0,004146	-0,02337	0,009524
8	-0,00637	-0,02974	0,004401
9	0,008651	-0,02109	0,006254
10	-0,00441	-0,0255	0,004794

Источник: составлено авторами.

Критические значения для проверки гипотезы на 5%-ном уровне значимости

№ группы наблюдений	Количество степеней свободы	Критическое значение
I	168	1,974
II	13	2,16
III	1	12,706
IV	329	1,967
V	19	2,093

Источник: составлено авторами.

В ходе проверки распределения *СААР* на нормальность путем сравнения критических и наблюдаемых значений коэффициентов эксцесса и асимметрии был сделан вывод о том, что событийный анализ применим к группе заключений, выданных аудитором компании, не входящей в группу Big4. Оценивать реакцию рынка на заключения, выпущенные аудитором Big4, используя данный метод, не совсем корректно [Скворцова и др., 2013, с. 126].

Таблица 8

Коэффициенты эксцесса и асимметрии для проверки распределения *СААР* на нормальность

Группа	Критическое значение коэффициента эксцесса	Наблюдаемое значение коэффициента эксцесса	Критическое значение коэффициента асимметрии	Наблюдаемое значение коэффициента асимметрии	Распределение <i>СААР</i>
I	0,877	0,037519573	0,7	-0,115373947	Нормальное
II		0,219932901		0,268803605	Нормальное
III		-0,862309337		0,278949483	Нормальное
IV		0,273327899		1,031328412	Ненормальное
V		-1,016001117		0,035726952	Ненормальное

Источник: составлено авторами.

Заключение

Обзор литературы, изучающей влияние результатов аудита на инвестиционные решения, показал, что данная тема уже глубоко и всесторонне изучена зарубежными исследователями. Отсутствие альтернативных исследований в отечественной научной литературе подтверждает необходимость проведения всестороннего анализа по данной теме на российских данных.

В результате исследования были сделаны следующие наблюдения:

- российский фондовый рынок реагирует на выпуск аудиторских заключений весьма хаотично;
- рынок негативно реагирует на мнения с оговоркой, выданные аудитором Big4, что соответствует выдвинутым предположениям, и также отрицательно откликается на немодифицированные мнения, выданные аудитором организации, не входящей в Big4, что противоречит выдвинутой в работе гипотезе;
- позитивный тренд характерен для реакции рынка на немодифицированные заключения, выпущенные аудитором Big4;
- реакция рынка противоположна для идентичных видов мнений, выданных разными типами аудиторов.

Важно отметить, что выводы исследования сопоставимы с выводами некоторых работ, приведенных в обзоре литературы на примере зарубежных рынков [Tahinakis et al., 2010, p. 91–92, 97; Студников, 2012; Lin et al., 2003]. Проведенный анализ не показал статистически значимого эффекта от выпуска разных видов аудиторских мнений в день даты объявления о выпуске. Возможно, это связано с недостатком понимания ценности аудиторского заключения со стороны инвесторов.

Полученные значения средних избыточных доходностей оказались статистически незначимыми на 5%-ном уровне доверия. Это может быть обусловлено рядом причин. Во-первых, как показал анализ зарубежной научной литературы, наличие реакции инвесторов на публикацию аудиторских отчетов в значительной степени зависит от уровня развития фондового рынка. Российский фондовый рынок показывает перспективы развития, но сильно отстает по уровню развития от европейских фондовых рынков. Во-вторых, некоторые события могут оказаться незначимыми при использовании метода событий, так как несут регулярный характер, т.е. являются частью систематического риска компании, который не входит в избыточную доходность компании. Возможно, для российской специфики выпуск аудиторского заключения как раз является таким событием. [Студников, 2012, с. 50].

Подавляющее большинство ведущих российских компаний пользуются аудиторскими услугами компаний Big4. В дополнение они имеют сильную службу внутреннего аудита, сбалансированные бизнес-процессы, что исключает случайные ошибки и препятствуют негативным последствиям в ходе операционной деятельности. Таким образом, при проведении аудита компаниями Big4 существует определенный «кредит доверия» компаниям со стороны аудиторов, которые реже выдают модифицированное заключение. Реакция инвесторов при выпуске модифицированного заключения также имеет пролонгированный эффект и не является быстрой.

В ходе исследования была опровергнута гипотеза о том, что российский фондовый рынок положительно реагирует на выпуск немодифицированных аудиторских заключений и отрицательно реагирует на выпуск модифицированных аудиторских отчетов.

Кроме того, был проведен тест на проверку допустимости применения метода событий к данным наблюдениям. Проверка на нормальность распределения показала, что метод событий целесообразно применять для наблюдений, которые относятся к заключениям аудиторов, не являющихся представителями группы Big4. Результаты показали, что применение метода событий для российского рынка имеет свою специфику, в то же время выводы исследования целесообразно использовать на российском рынке. По результатам исследования возможно сделать предположение о достаточно низкой эффективности российского финансового рынка.

По результатам проведенного исследования важно отметить ряд ограничений, выявленных в ходе эмпирического анализа. Приведем основные из них. Достаточно низкая эффективность российского фондового рынка осложняет применение модели событийного анализа. В данном случае модель применялась на волатильном (изменяющемся) рынке, что осложняет проведение регрессионной оценки. В условиях нестабильности рынка возможна доля случайных колебаний, которая оказывает влияние на оценку коэффициента бета в рыночной модели. В эмпирической части это повлияло на статистическую незначимость некоторых из полученных результатов. Теория событийного анализа основывается на допущении о средней форме эффективности финансового рынка. Относительно российского рынка подтверждена слабая форма эффективности, что важно учитывать при оценке результатов проведенного анализа.

Несмотря на существование альтернативных моделей для нахождения требуемой доходности (модель постоянной средней доходности, рыночная модель, трехфакторная модель Фамы Френча и др.), в событийном анализе рекомендуется использование простой рыночной модели. Выявленные ограничения использования простой рыночной модели, использования событийного анализа на волатильном рынке, выявление доходностей с высокой вероятностью значительных отклонений от среднего и, как следствие, получение статистически незначимых результатов по некоторым гипотезам, вне зависимости от применяемого метода, были также выявлены в ряде работ [Tahinakis et al., 2010, p. 91–92, 97; Menike, Man, 2013, p. 75, 78–81; Moradi et al., 2011, p. 3354–3360; Anvarkhatibi, Safashur, 2012]. При этом, основываясь на таких результатах, авторы делали выводы об отсутствии связи между выпуском аудиторского заключения и изменением цен акций, объясняя это влиянием различных факторов. Можно предположить, что подобные ограничения характерны для развивающихся финансовых рынков, в условиях становления и расширения финансовой системы.

В отличие от ранее проведенных исследований, где использовались авторские или регрессионные модели, в статье сделана попытка определить влияние выпуска аудиторского заключения на стоимость акций российских компаний, впервые задействуя метод событийного анализа. В перспективе при решении указанных ограничений модели возможно получить выводы, позволяющие говорить о разработке комплекса практико-ориентированных рекомендаций как для российских, так и зарубежных компаний, работающих на российском рынке.

Можно предположить, что с учетом роста и развития российского фондового рынка доля существенности, описывающая поведение цены акций через отчет о финансовом положении компании, будет возрастать за счет степени влияния факторов, описывающих состояние рынка, компании, развития отрасли и отношение инвесторов к отчетности компании.

Компании, представленные на фондовом рынке, должны установить отношения, основанные на доверии со своими акционерами и инвесторами, для своего стабильного развития. Роль независимого аудита является важной в создании и обеспечении этого доверия. Можно сделать вывод о том, что мнение аудитора — один из элементов, влияющих на решения инвесторов и акционеров.

Ключевой целью аудита является установление достоверности бухгалтерской (финансовой) отчетности компаний и соответствия финансовых операций принятым стандартам. Для потенциальных кредиторов, собственников аудиторское заключение выступает в качестве своеобразного кредита доверия, оказывающего влияние на последующие решения инвесторов.

В качестве перспектив исследования целесообразно провести проверку иных методов. Например, применение дискриминантного анализа, построение логит-моделей может дать дополнительные аргументы в пользу взаимосвязи результатов аудита и решений, принимаемых инвесторами на российском рынке.

Список литературы

1. *Березинец И. В., Булатова Л. А., Ильина Ю. Б., Смирнов М. В.* Реакция российского рынка акций на дивидендные «сюрпризы»: эмпирическое исследование // *Российский журнал менеджмента*. — 2016. — № 14(2). — С. 29–48.
2. *Варкулевич Т. В., Задворный А. С.* Влияние результатов аудита на отношения с акционерами и инвесторами (на примере изменения стоимости акций публичных корпораций после публикации аудиторского отчета) // *Экономика: вчера, сегодня, завтра*. — 2017. — № 7(1А). — С. 180–193.
3. *Зиновьева Н. М., Блошенко К. В.* Аудит как фактор эффективного бизнеса // *Территория науки*. — 2017. — № 3. — С. 122–129.
4. Интерфакс — Центр развития корпоративной информации. URL: <https://www.e-disclosure.ru/#> (дата обращения: 20.11.2018).
5. *Козменкова С. В., Кемаева С. А.* Аудит: проблемные вопросы и пути развития // *Международный бухгалтерский учет*. — 2015. — № 3(345). — С. 31–43.
6. Международный стандарт аудита 700 (пересмотренный) «Формирование мнения и составление заключения о финансовой отчетности» (введен в действие на территории РФ Приказом Минфина России от 09.01.2019 № 2н).
7. Международный стандарт аудита 705 (пересмотренный) «Модифицированное мнение в аудиторском заключении» (введен в действие на территории РФ Приказом Минфина России от 09.01.2019 № 2н).
8. Московская биржа. URL: <https://www.moex.com/> (дата обращения: 05.01.2019).
9. *Рогова Е. М., Лузина Д. С.* Оценка влияния сделок слияний и поглощений на фундаментальную стоимость компаний в странах BRICS // *Корпоративные финансы*. — 2015. — Т. 35. — № 3. — С. 27–50.
10. *Скворцова И. В., Проскурин С. С., Крыхтин В. Б., Стельмахова Е. А., Игнатьев Е. Л.* Использование метода событий в исследованиях слияний и по-

- гложений на развитых и развивающихся рынках капитала // Корпоративные финансы. — 2013. — № 4(28). — С. 125–139.
11. Студников С. Метод событийного анализа в исследованиях доходности корпоративных финансов // Вестник Института экономики Российской академии наук. — 2012. — № 3. — С. 45–55.
 12. Федеральный закон «Об аудиторской деятельности» от 30.12.2008 № 307-ФЗ (последняя редакция).
 13. Финам. URL: <https://www.finam.ru/> (дата обращения: 11.01.2019).
 14. Яворская А. В., Яворский В. М. Метод событийного анализа на примере данных по кросс-листингу российских компаний // Вести высших учетных заведений Черноземья. — 2015. — № 1(39). — С. 95–104.
 15. *Anvarkhatibi S., Safashur M. and Mohammadi J.* The Effect of Auditors Opinions on Shares Prices and Returns in Tehran Stock Exchange // *Research Journal of Management Sciences.* — 2012. — Vol. 1. — No. 1. — P. 23–27.
 16. *Binder J.* The event study methodology since 1969 // *Review of quantitative Finance and Accounting.* — 1998. — No. 2. — P. 111–137.
 17. *Chira I., Volkov N.* The choice of sale method and its consequences in mergers and acquisitions // *The Quarterly Review of Economics and Finance.* — 2017. — Т. 63. — P. 170–184.
 18. *Chow C. W., Rice S. J.* Qualified audit opinions and share prices — An investigation // *Auditing.* — 1982. — Vol. 1. — No. 2. — P. 35–53.
 19. *Duso T., Gugler K., Yurtoglu B.* Is the event study methodology useful for merger analysis? A comparison of stock market and accounting data // *International Review of Law and Economics.* — 2010. — No. 2. — P. 186–192.
 20. *Elliott J. A.* «Subject to» audit opinions and abnormal security returns-outcomes and ambiguities // *Journal of Accounting Research.* — 1982. — Vol. 20. — No. 2. — P. 617–638.
 21. *Firth, M.* Qualified audit reports: their impact on investment decisions // *The Accounting Review.* — 1978. — Vol. 53. — No. 3. — P. 642–650.
 22. *Harvey D.* *The Limits to Capital.* Verso books. NY, 2018.
 23. *Hoti A. H., Ismajli H., Ahmeti S., Dërmaku A.* Effects of audit opinion on stock prices: the case of Croatia and Slovenia // *Euro Economica.* — 2012. — Vol. 2. — No. 31. — P. 75–87.
 24. *Kolari, James W. and Pape, Bernd and Pynnonen, Seppo,* Event Study Testing with Cross-Sectional Correlation Due to Partially Overlapping Event Windows (May 2, 2018). Mays Business School Research Paper No. 3167271. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3167271> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3167271>
 25. *Kueppers R. J., Sullivan K. B.* How and why an independent audit matters // *International Journal of Disclosure and Governance.* — 2010. — Vol. 7. — No. 4. — P. 286–293.
 26. *Lin Z. J., Tang Q., Xiao J.* An experimental study of users' responses to qualified audit reports in China // *Journal of International Accounting, Auditing & Taxation.* — 2003. — Vol. 12. — No. 1. — P. 1–22.
 27. *Menike M. G. P. D., Man W.* Stock market reactions to the release of annual financial statements. Case of the banking industry in Sri Lanka // *European Journal of Business and Management.* — 2013. — Vol. 5. — No. 31. — P. 75–86.

28. *Moradi M., Salehi M., Rigi M. and Moeinizade M.* The effect of qualified audit report on share prices and returns: Evidence of Iran // African journal of business management. — 2011. — Vol. 5. — No. 8. — P. 3354–3360
29. *Rena B. E., Genc E. G., Ozkul F. U.* The impact of the opinions of the independent auditors on the investor decisions in banking sector: an empirical study on the banks operating in Turkey // Accounting and Finance Research. — 2016. — Vol. 5. — No. 1. — P. 157–163.
30. *Shevlin T., Whittred G.* Audit qualifications and share prices: further evidence // Australian Journal of Management. — 1984. — Vol. 9. — No. 1. — P. 37–52.
31. *Soltani B.* Some empirical evidence to support the relationship between audit reports and stock prices — The french case // International Journal of Auditing. — 2000. — Vol. 4. — № 3. — P. 269–291.
32. *Tahinakis P., Mylonakis J., Daskalopoulou E.* An appraisal of the impact of audit qualifications on firms' stock exchange price fluctuations // Enterprise Risk Management. — 2010. — Vol. 1. — No. 1. — P. 86–99.
33. *Verbeek M., Marquering W.* The economic value of predicting stock index returns and volatility // Journal of Financial and Quantitative Analysis. — 2004. — Vol. 39(2). — P. 407–429.

The List of References in Cyrillic Transliterated into Latin Alphabet

1. *Berezinec I. V., Bulatova L. A., Il'ina Ju. B., Smirnov M. V.* Reakcija rossijskogo rynku akcij na dividendnye «sjurprizy»: jempiricheskoe issledovanie // Rossijskij zhurnal menedzhmenta. — 2016. — № 14(2). — C. 29–48.
2. *Varkulevich T. V., Zadvornyj A. S.* Vlijanie rezul'tatov audita na otnoshenija s akcionerami i investorami (na primere izmenenija stoimosti akcij publicnyh korporacij posle publikacii auditorskogo otcheta) // Jekonomika: vchera, segodnja, zavtra. — 2017. — № 7(1A). — S. 180–193.
3. *Zinov'eva N. M., Bloshenko K. V.* Audit kak faktor jeffektivnogo biznesa // Territorija nauki. — 2017. — № 3. — S. 122–129.
4. Interfaks — Centr razvitiya korporativnoj informacii. URL: <https://www.e-disclosure.ru/#> (data obrashhenija: 20.11.2018).
5. *Kozmenkova S. V., Kemaeva S. A.* Audit: problemnye voprosy i puti razvitiya // Mezhdunarodnyj buhgalterskij uchet. — 2015. — № 3(345). — S. 31–43.
6. Mezhdunarodnyj standart audita 700 (peresmotrennyj) «Formirovanie mnenija i sostavlenie zakljuchenija o finansovoj otchetnosti» (vveden v dejstvie na territorii RF Prikazom Minfina Rossii ot 09.01.2019 № 2n).
7. Mezhdunarodnyj standart audita 705 (peresmotrennyj) «Modificirovanoe mnenie v auditorskom zakljuchenii» (vveden v dejstvie na territorii RF Prikazom Minfina Rossii ot 09.01.2019 № 2n).
8. Moskovskaja birzha. URL: <https://www.moex.com/> (data obrashhenija: 05.01.2019).
9. *Rogova E. M., Luzina D. S.* Ocenka vliyaniya sdelok sliyanij i pogloshchenij na fundamental'nyu stoimost' kompanij v stranah BRICS // Korporativnye finansy. — 2015. — T. 35. — № 3. — S. 27–50.
10. *Skvorcova I. V., Proskurin S. S., Kryhtin V. B., Stel'mahova E. A., Ignat'ev E. L.* Ispol'zovanie metoda sobytij v issledovanijah sliyanij i pogloshhenij na razvityh i raz-

vivajushhihsja rynkah kapitala // Korporativnye finansy. — 2013. — № 4(28). — S. 125–139.

11. *Studnikov S.* Metod sobytijnogo analiza v issledovanijah dohodnosti korporativnyh finansov // Vestnik Instituta jekonomiki Rossijskoj akademii nauk. — 2012. — № 3. — S. 45–55.
12. Federal'nyj zakon «Ob auditorskoj dejatel'nosti» ot 30.12.2008 № 307-FZ (poslednjaja redakcija).
13. Finam. URL: <https://www.finam.ru/> (data obrashhenija: 11.01.2019).
14. *Javorskaja A.V., Javorskij V.M.* Metod sobytijnogo analiza na primere dan-nyh po kross-listingu rossijskih kompanij // Vesti vysshih uchetnyh zavedenij Chernozem'ja. — 2015. — № 1(39). — S. 95–104.