

Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение высшего
профессионального образования
Санкт-Петербургский государственный университет
Институт «Высшая школа менеджмента»

**Финансовая результативность российских публичных
компаний и соответствие лучшим практикам
корпоративного управления: анализ взаимосвязи**

Выпускная квалификационная работа
студентки 4 курса программы бакалавриата
по направлению 080200 «Менеджмент»,
профиль – Финансовый менеджмент
ПАХТУСОВОЙ Анны Александровны

(подпись)

Научный руководитель к. э. н., доцент
ИЛЬИНА Юлия Борисовна

(подпись)

«_____» _____ 2016 г.

Санкт-Петербург

2016

ЗАЯВЛЕНИЕ О САМОСТОЯТЕЛЬНОМ ВЫПОЛНЕНИИ ВЫПУСКНОЙ КВАЛИФИКАЦИОННОЙ РАБОТЫ

Я, Пахтусова Анна Александровна, студент 4 курса направления 080200 «Менеджмент» (профиль подготовки – Финансовый менеджмент), заявляю, что в моей выпускной квалификационной работе на тему «Финансовая результативность российских публичных компаний и соответствие лучшим практикам корпоративного управления: анализ взаимосвязи», представленной в службу обеспечения программ бакалавриата для последующей передачи в государственную аттестационную комиссию для публичной защиты, не содержится элементов плагиата. Все прямые заимствования из печатных и электронных источников, а также из защищённых ранее курсовых и выпускных квалификационных работ, кандидатских и докторских диссертаций имеют соответствующие ссылки. Мне известно содержание п. 9.7.1 Правил обучения по основным образовательным программам высшего и среднего профессионального образования в СПбГУ о том, что «ВКР выполняется индивидуально каждым студентом под руководством назначенного ему научного руководителя», и п. 51 Устава федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего профессионального образования «Санкт-Петербургский государственный университет» о том, что «студент подлежит отчислению из Санкт-Петербургского университета за представление курсовой или выпускной квалификационной работы, выполненной другим лицом (лицами)».

_____ (Подпись студента)

_____ (Дата)

ОГЛАВЛЕНИЕ

Введение	4
Глава 1. ЛУЧШИЕ ПРАКТИКИ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ И ФИНАНСОВАЯ РЕЗУЛЬТАТИВНОСТЬ КОМПАНИИ	7
1.1. Лучшие практики корпоративного управления	7
1.1.1. Агентская проблема и механизмы корпоративного управления	8
1.1.2. Кодекс корпоративного управления: принципы	16
1.2. Основные показатели финансовой результативности деятельности компании	23
1.3. Обзор исследований взаимосвязи корпоративного управления и финансовой результативности	36
1.3.1. Механизмы корпоративного управления и финансовая результативность	36
1.3.2. Индексы корпоративного управления и финансовая результативность	45
Глава 2. ВЫЯВЛЕНИЕ ВЗАИМОСВЯЗИ МЕЖДУ СООТВЕТСТВИЕМ ЛУЧШИМ ПРАКТИКАМ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ И ФИНАНСОВОЙ РЕЗУЛЬТАТИВНОСТЬЮ КОМПАНИИ	49
2.1. Гипотеза и методология исследования	49
2.1.1. Регрессионная модель с рыночным показателем финансовой результативности	50
2.1.2. Регрессионная модель с бухгалтерским показателем финансовой результативности	51
2.1.3. Описание переменных	52
2.2. Формирование выборки и описательная статистика	55
2.3. Результаты регрессионного анализа	68
2.4. Выводы и практические рекомендации	71
Заключение	74
Список использованных источников	77
Приложения	92

ВВЕДЕНИЕ

Данная работа посвящена исследованию взаимосвязи между соответствием лучшим практикам корпоративного управления и финансовой результативности в российских публичных компаниях.

С развитием российской экономики все больше внимание уделяется корпоративному управлению в крупных российских компаниях. Однако для эффективной работы механизмов корпоративного управления компаниям нужны некие ориентиры, а именно, лучшие практики корпоративного управления, которые позволят вести открытый, честный, а главное результативный бизнес, удовлетворяя интересам акционеров.

На сегодняшний момент основным источником лучших практик корпоративного управления можно назвать Кодекс корпоративного управления, который формулирует принципы и рекомендации о работе механизмов корпоративного управления с учетом российской специфики бизнеса – высокой концентрации собственности и большим количеством компания с государственным участием.

Принципы, сформулированные Кодексом корпоративного управления, приобретают все бóльшую важность для российских публичных компаний в том числе в силу новых требований со стороны регулирующих органов. Во-первых, некоторые принципы Кодекса корпоративного управления являются обязательными требованиями для включения ценных бумаг в первый и второй уровни котировального списка. Во-вторых, принципы Кодекса корпоративного управления являются обязательными к внедрению в 13 крупнейших государственных акционерных обществах, согласно директиве Правительства Российской Федерации [Корпоративное самоуправление..., 2014]. В-третьих, с декабря 2014 года все публичные компании обязаны ежегодно публиковать отчет о соблюдении принципов и рекомендаций Кодекса корпоративного управления с комментариями [О раскрытии информации..., 2014, пп.70.3-70.4].

В связи с тем, что вопрос о развитии практик корпоративного управления перед российскими публичными компаниями стоит остро, необходимо понять, способствуют ли предлагаемые лучшие практики корпоративного управления повышению финансовой результативности компании. Данный вопрос поднимается во многих современных зарубежных исследованиях, однако в России данная проблема пока остается не изученной.

Вышесказанное определило выбор темы исследования, а также позволило сформулировать основной вопрос исследования: «Существует ли взаимосвязь между соответствием российских компаний лучшим практикам корпоративного управления и их финансовой результативностью?». Работа представляет собой эмпирическое исследование,

ее цель можно сформулировать следующим образом: выявить взаимосвязь между степенью соответствия лучшим практикам корпоративного управления и финансовой результативностью в российских публичных компаниях. Для достижения поставленной цели были поставлены и выполнены следующие задачи:

- Провести анализ лучших практик корпоративного управления для российских компаний;
- Проанализировать подходы к оцениванию финансовой результативности деятельности компании;
- Провести обзор современной и классической российской и зарубежной литературы, посвященной корпоративному управлению, а также взаимосвязи соблюдения лучших практик корпоративного управления и финансовой результативности;
- Провести эмпирическое исследование, направленное на выявление взаимосвязей между соблюдением лучших практик корпоративного управления и показателями финансовой результативности российских публичных компаний;
- Проанализировать результаты эмпирического исследования, на их основе сделать выводы и дать практические рекомендации.

Структура работы соответствует логике поставленных задач. Первая глава представляет собой теоретическое описание выбранной темы, она разделена на три смысловые части: первая часть посвящена описанию лучших практик корпоративного управления как соблюдения принципов работы механизмов корпоративного управления для решения агентской проблемы в крупных компаниях; вторая часть описывает основные показатели финансовой результативности; третья часть посвящена обзору исследований взаимосвязи корпоративного управления и финансовой результативности в компаниях. Во второй главе приведено описание результатов эмпирического исследования по выявлению взаимосвязи соответствия лучшим практикам корпоративного управления и финансовой результативности компании. В главе также описаны методология, формирование выборки, приведена описательная статистика переменных и по итогам исследования даны выводы и практические рекомендации.

Эмпирическое исследование было проведено при помощи эконометрического пакета Stata 11 и включало в себя статистический и эконометрический анализ. Для проведения исследования была сформирована выборка, состоявшая из всех российских публичных компаний, акции которых торговались на Московской бирже в течение 2014 года. В силу нехватки данных по некоторым компаниям в конечную выборку вошло 165 российских публичных компаний.

Для данной выборки было собрано два вида данных: финансовые данные и информация по корпоративному управлению в компаниях. Сбор данных осуществлялся при помощи следующих ресурсов:

- Базы данных СКРИН, СПАРК и Datastream;
- Центр раскрытия корпоративной информации Интерфакс (<https://www.e-disclosure.ru/>);
- Сайты компаний;
- Крупные новостные ресурсы (такие как, «РБК», «Ведомости», «Коммерстантъ», «Forbes»).

По результатам эконометрического анализа была выявлена значимая прямая связь между соответствием лучшим практикам корпоративного управления и финансовой результативностью компании, выраженной рыночным показателем. Также было установлено отсутствие значимой связи между соответствием лучшим практикам корпоративного управления и финансовой результативностью, выраженной бухгалтерским показателем. На основании полученных результатов были предоставлены рекомендации менеджменту, акционерам и другим заинтересованным сторонам компаний, основанные на предпосылке о том, что соблюдение лучших практик корпоративного управления несет выгоду для всех заинтересованных сторон компании.

ГЛАВА 1. ЛУЧШИЕ ПРАКТИКИ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ И ФИНАНСОВАЯ РЕЗУЛЬТАТИВНОСТЬ КОМПАНИИ

Данная глава посвящена анализу лучших практик корпоративного управления и финансовой результативности деятельности компании. Первая часть главы описывает лучшие практики корпоративного управления как способ нивелирования агентской проблемы при помощи механизмов корпоративного управления. Вторая часть главы посвящена обзору основных показателей финансовой результативности, используемых исследователями в сфере корпоративного управления. Последняя часть главы представляет собой обзор исследований взаимосвязи различных характеристик корпоративного управления и финансовой результативности компании.

1.1. Лучшие практики корпоративного управления

Корпоративное управление – это «система власти в компании» [Бухвалов, Смирнов, 2012]. Начало корпоративному управлению дало нормативное закрепление за компаниями (корпорациями) юридических прав и полномочий, то есть роли юридических лиц. Одним из первых подобных прецедентов в мировой практике стало решение Верховного суда США 1819 года [U.S. Supreme Court, 1819] о том, что корпорация как группа лиц может обладать юридическими правами и обязанностями, как и реальное физическое лицо, в то же время отличаясь от последнего. Таким образом, компании перестали отождествляться с отдельными предпринимателями, так как теперь обязанности и полномочия перелagались на группу лиц во главе компании. Власть в компании разделилась, и это потребовало дополнительных знаний для эффективного управления компанией.

В данной работе будет использовано определение, сформулированное А.Бухваловым и М.Смирновым:

«Корпоративное управление — это система экономических и юридических отношений и норм, в рамках которых осуществляется распределение корпоративного контроля и прав на денежные потоки между акционерами, менеджерами и разнообразными заинтересованными лицами (стейкхолдерами) компании» [Бухвалов, Смирнов, 2012].

Корпоративное управление не стоит путать с управлением корпорацией, так как второе является понятием слишком необъятным для изучения. Корпоративное управление же занимается решением противоречий, возникающих между собственниками и менеджерами, то есть анализом агентской проблемы [Бухвалов, 2005].

1.1.1. Агентская проблема и механизмы корпоративного управления

Вторая промышленная революция повлекла за собой укрупнение существующих предприятий, их быстрый рост, а также географическое расширение. Столь быстрое промышленное развитие требовало привлечения большого объема финансирования. Данная цель достигалась при помощи дробления собственности на мелкие части и привлечения средств многочисленных инвесторов. Таким образом появились корпорации с распыленной собственностью, транзакционные издержки по управлению которых становились необоснованно велики, во-первых, из-за различий в специализации и компетенциях собственников, во-вторых, из-за их географической рассредоточенности, и в-третьих, из-за самого количества акционеров, что весьма затрудняло процесс принятия решений.

В работе А. Берле и Дж. Минза «Современная корпорация и частная собственность» [Berle, Means, 1932], авторы подчеркивали факт отделения менеджмента от собственности в корпорациях с распыленным акционерным капиталом, то есть в таких компаниях, где каждый акционер обладает незначительной долей акций, не дающей возможности осуществлять контроль над корпорацией (отсутствие контрольного пакета). Обращение собственников к наемному менеджменту стало логичным выходом из данной ситуации, так как менеджеры могут организовать более эффективное управление компанией в том числе, например, в силу наличия опыта работы в профильной области. Кроме того, такое решение стало экономически обоснованным с точки зрения минимизации транзакционных издержек по управлению фирмы [Кадочников, 2001].

Еще одной предпосылкой для отделения менеджмента от собственности стала специализация или разделение труда, в данном случае подразумевается управленческая специализация, ставшая необходимой в силу повышения требуемого уровня качества управления компанией, наличия уникальных компетенций и навыков [Либман, 2005].

Агентская проблема

В 1973 году Рональд Коуз опубликовал работу «Природа фирмы» [Coase, 1937], в которой отмечал существование транзакционных издержек, возникающих в силу создания и исполнения контрактов между принципалами и агентами. Это исследование вместе с работой Берле и Минза [Berle, Means, 1932] положили начало становления *агентской теории корпоративного управления*. Агентская теория изучает отношения, возникающие вследствие делегирования акционерами (принципалами) управления компанией наемному менеджменту (агентам), а также проблемы, с этим связанные.

Данный вид отношений, возникающий при разделении менеджмента и собственности, получили название *агентских отношений* [Jensen, Meckling, 1976], которые

авторы работы Дженсен и Меклинг определили как «контракт, согласно которому, принципал (или принципалы) нанимают стороннее лицо (агента) для выполнения услуг от своего имени, что включает в себя делегирование полномочий по принятию некоторых решений». Авторы также отмечали, что если обе стороны отношений в своем поведении склонны к максимизации полезности, то возможна такая ситуация, когда менеджеры не будут действовать в интересах собственников. Даже при условии внедрения дополнительной мотивации для агентов, между принятым решением и тем решением, которое в наибольшей степени максимизирует богатство акционеров, будет существовать разрыв [там же]. В связи с этим агентская теория также занимается изучением так называемой агентской проблемы, возникающих в отношениях между агентами и принципалами.

Одним из неблагоприятных последствий разделения менеджмента и собственности для акционеров стала *информационная асимметрия*, которая заключается в неполноте информации о компании, получаемой собственниками. В таком случае менеджмент лучше осведомлен о положении дел в фирме, что ведет к возникновению транзакционных издержек для получения информации для инвесторов. Впервые данная проблема была поднята экономистом Джорджем Акерлофом в его работе «Рынок лимонов: неопределенность качества и рыночные механизмы» [Akerlof, 1970], где автор называл товары, качество которых известно лишь продавцу «лимонами», так как покупателю необходимо было приобрести товар для проверки его качества. А.В.Либман [Либман, 2003] называет информационную асимметрию «основным недостатком структуры управления». Автор отмечает противоречие системы корпоративного управления, выраженное в обратной связи властных полномочий и степени информированности в компании (рис. 1.1). Так при наличии максимальных властных полномочий акционеры имеют минимальную степень информированности о делах и состоянии компании.

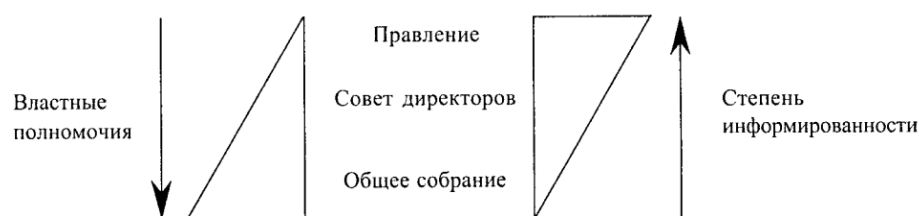


Рис. 1.1 Информационная асимметрия в структуре корпоративного управления.

Источник: [Либман, 2003]

Акционеры, в свою очередь, хотят защитить себя и свои вложения от возможных рисков, связанных с неэффективным управлением. Одним из инструментов такой защиты является *полнота контрактов*, когда собственники желают перечислить все возможные

ситуации, в которых может оказаться компания с целью регламентировать все возможные действия менеджеров в таких случаях. Данная мера является понятной и логичной, однако детализация контракта требует дополнительных ресурсов, что опять же увеличивает транзакционные издержки для акционеров. Поэтому в силу экономической нецелесообразности полных контрактов, на практике контракты на управление инвестированным капиталом являются неполными [Shleifer, Vishny, 1997].

В некоторых случаях, когда собственники не обладают столь глубокими знаниями, как у менеджеров, вторые получают остаточные права контроля, благодаря которым могут действовать исходя исключительно из личных интересов, а не из интересов собственников. К примеру, в 90-е годы в России менеджеры, работавшие в нефтяной промышленности, нередко прибегали к продаже топлива по ценам ниже рыночных в пользу фирм, которыми владели эти самые менеджеры. Иногда таким образом продавались и активы компании, порою безвозмездно [Как получали активы в девяностые, 2012]. Также в 1993 году во времена ваучерной приватизации Алексей Мордашов подобным образом «захватил» компанию «Северсталь». Генеральным директором компании Юрием Липухиным ему была поручена приватизация компании. В силу неполноты контракта между Липухиным и Мордашовым, второй безнаказанно пошел на обман, создав дочернюю компанию «Севесталь-инвест» и скупив акции самой «Северстали». В результате под его контролем оказалось 96% акций компании.

Примеры российского бизнеса 90-х годов иллюстрируют конфликт между менеджментом и собственниками, то есть негативные последствия отделения управления от собственности, информационной асимметрии и неполноты контрактов. Данный конфликт взаимоотношений в корпорациях получил название *«агентская проблема»*. Суть агентской проблемы заключается в том, что менеджеры, следуя управленческому оппортунизму [Williamson, 1985], принимают решения, направленные не на максимизацию богатства акционеров, а на увеличение личного благосостояния за счет средств акционеров. Данная гипотеза была объяснена с помощью концепции ограниченной рациональности агентов, согласно которой экономические агенты склонны принимать решения, исходя из информации, доступной им, а также в силу их когнитивных способностей [Simon, 1947].

Дженсен в одной из своих работ утверждает, что менеджеры предпочитают reinvestировать чистые денежные потоки на инвестиции, а не возвращать их собственникам в чистом виде [Jensen, 1986]. Автор приводит пример в нефтяной отрасли, где в середине 1980-х годов интегрированные производители нефти предпочитали тратить \$20 на баррель на исследование новых месторождений вместо того, чтобы возвращать

доход собственникам или покупать уже разведанные месторождения по цене \$6 за баррель нефти.

Таким образом, агентская проблема влечет за собой *агентские издержки*, которые Дженсен и Меклинг [Jensen, Meckling, 1976] разделили на три группы:

- издержки мониторинга (*monitoring expenditures*), возникающие у владельцев бизнеса – принципалов, в силу необходимости создания контрактов, а также контроля и оценки действий менеджмента;

- издержки самоконтроля (*bonding costs*), возникающие у агентов в силу контрактных обязательств, ограничивающих действия менеджеров (например, обязательство о выработке лет в компании даже в случае ее поглощения, что может негативно отразиться на благосостоянии менеджмента);

- остаточные издержки (*residual losses*), связанные со снижением благосостояния акционеров в силу расхождений между решениями, принятыми менеджментом, и ожиданий собственников насчет выбора решения, которое бы максимизировало ценность для акционеров в большей степени.

Данные издержки негативно влияют на богатство акционеров, в связи с чем в компаниях создаются различные механизмы корпоративного управления, чтобы нивелировать потери, возникающие вследствие агентской проблемы.

Механизмы корпоративного управления

В связи с существованием агентской проблемы компаниям для осуществления корпоративного управления необходимо создавать специальные механизмы, позволяющие нивелировать риск оппортунистического поведения менеджмента. Механизмы корпоративного управления определяют, как решаются проблемы в компании, а также каким образом происходит реализация власти внутри компании. К таким внутренним механизмам корпоративного управления относят: совет директоров, систему вознаграждения совета директоров и высшего менеджмента и концентрацию собственности. При этом само наличие внутренних механизмов еще не гарантирует реализацию интересов акционеров, так как необходимо правильно структурировать совет директоров, разработать стимулирующую систему вознаграждения и настроить концентрацию собственности таким образом, чтобы она позволяла осуществлять наиболее строгий контроль над действиями менеджеров. Если внутренние механизмы корпоративного управления неэффективны, в силу ступают внешние, такие как фондовый рынок и рынок корпоративного контроля (рынок сделок по слияниям и поглощениям) [Березинец, Ильина, Черкасская, 2013].

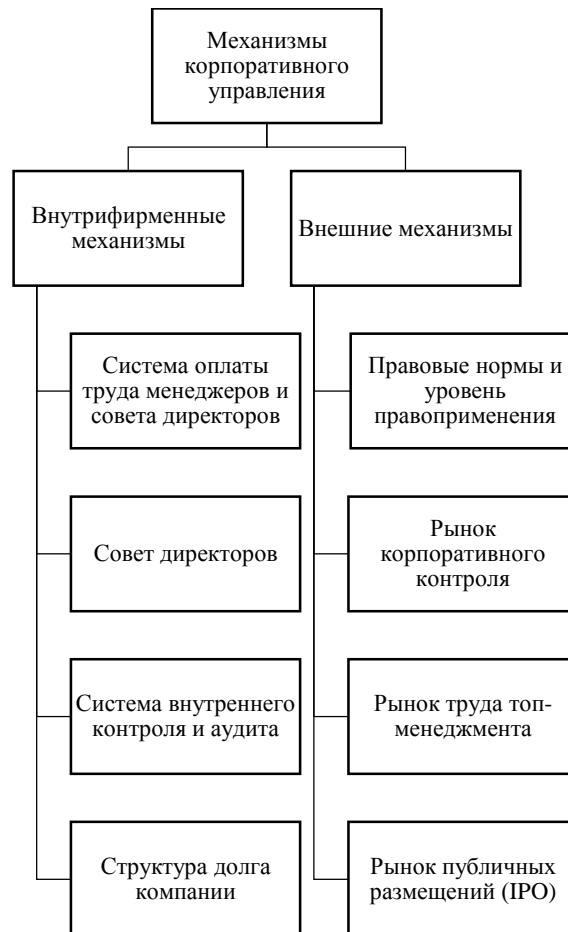


Рис. 1.2 Механизмы корпоративного управления

Составлено по: [Бухвалов, Смирнов, 2012, стр. 25].

Другие исследователи рассматривают более широкий круг механизмов корпоративного управления, также разделяя их на внутренние и внешние (рис. 1.2). В качестве внутренних механизмов корпоративного управления авторы рассматривают также структуру долга компании и систему внутреннего контроля и аудита, а в качестве внешних механизмов правовые нормы и уровень правоприменения, рынок корпоративного контроля, рынок труда высшего звена менеджмента и рынок публичных размещений. Российский Кодекс корпоративного управления в редакции 2014 года выносит рекомендации по следующим механизмам корпоративного управления: совет директоров, система оплаты труда менеджмента и членов совета директоров, а также по системе контроля и аудита. Данная работа предполагает, что именно рекомендации Кодекса являются лучшими практиками корпоративного управления, поэтому в данной работе будут рассмотрены механизмы корпоративного управления, упоминаемые в Кодексе корпоративного управления.

Совет директоров

Совет директоров или наблюдательный совет открытого акционерного общества является органом, осуществляющим «общее руководство деятельностью общества» [Об

акционерных обществах, 1995, ст. 65]. Совет директоров действует в интересах акционеров и обязан «осуществлять свои права и исполнять обязанности в отношении общества добросовестно и разумно» [там же]. Все акционерные общества с количеством акционеров, превышающим 50 человек, обязаны создать совет директоров.

Совет директоров занимается стратегическим управлением компанией, разрабатывая стратегическую, финансовую, дивидендную политики бизнеса, а также политики в области управления рисками, стимулирования и оценки деятельности высшего менеджмента компании. На практике совет в компетенции совета директоров входит:

- «мониторинг деятельности компании;
- наем и увольнение, назначение вознаграждений менеджменту высшего звена;
- урегулирование конфликтов в компании;
- анализ стратегических решений, формулирование рекомендаций топ-менеджменту» [Бухвалов, Смирнов, 2016, стр. 34].

Совет директоров избирается на общем собрании акционеров. Кандидатуры членов в совет директоров выдвигаются акционерами, при этом акционер может предложить кандидатуру члена совета директоров только в том случае, если он (акционер) владеет не менее, чем 2% голосующих акций компании. Кандидатуры утверждаются на годовом собрании акционеров. Совет директоров переизбирается каждый год, при этом каждый член совета директоров может быть переизбран сколь угодно раз [Об акционерных обществах, 1995].

Численность совета директоров в России также регламентируется законодательно. ФЗ «Об акционерных обществах» (ст. 66, п.3) устанавливает минимальное число директоров в совете в зависимости от числа акционеров. Число членов совета директоров ограничено нижним порогом в зависимости от общего числа акционеров и не может быть менее 5. В компании с количеством акционеров от одной до десяти тысяч число членов совета должно быть не менее 7, в компаниях с количеством акционеров, превышающим десять тысяч – не менее 9.

Совет директоров может состоять из исполнительных, неисполнительных и независимых директоров. Исполнительные директора являются работниками компании и имеют с ней непосредственную связь. Неисполнительные директора не работают в самой компании, они могут в свою очередь быть независимыми и зависимыми неисполнительными (или собственно неисполнительными). Независимые директора, помимо того, что они не работают в компании, также не должны иметь личной заинтересованности в делах компании, например, через акционеров, контрагентов,

государство или работника компании. Таким образом, независимые директора выступают в роли независимого консультанта и контролера, осуществляющего в том числе функции мониторинга в совете директоров, так как зависимые члены совета директоров, равно как и менеджеры компании, могут проявлять оппортунизм. В части состава совета директоров, законом установлено только требование к максимальной доле исполнительных директоров (то есть работников в компании) в составе совета директоров – она не должна превышать одной четверти. Исследование Deloitte по выборке 120 российских публичных компаний на 2015 год показало, что в 30% компаний данное законодательное требование не выполняется [Deloitte, 2015].

Многие компании создают специальные комитеты при совете директоров для предварительного обсуждения наиболее важных вопросов, касающихся назначений и вознаграждений органов управления, системы внутреннего аудита, стратегии компании и прочих вопросов, касающихся деятельности компании.

Система оплаты труда менеджеров и совета директоров

Решение о выплате вознаграждений членам совета директоров за выполнение ими своих обязанностей принимает общее собрание акционеров. Согласно закону [Об акционерных обществах, 1995], выплаты члену совета директоров могут производиться только в том случае, если он не является государственным служащим, единоличным исполнительным органом (президентом), либо не входит в состав коллегиального исполнительного органа (правления). Решение о выплатах членам совета директоров принимает общее собрание акционеров путем принятия соответствующего положения, регулирующее выплаты, либо непосредственно на самом общем собрании [там же]. В 2011 году случился инцидент, когда члены совета директоров «Ростелекома» сами себе выделили опционы на акции компании на 5 млн. долларов. Данное решение было обжаловано в суде одним из миноритариев Олегом Ашурковым [«Ростелеком» готов согласиться с миноритариями, 2013], так как данные действия противоречили закону «Об акционерных обществах».

Размер и структура вознаграждения единоличного и коллегиального исполнительного органов определяются решением совета директоров компании, а также трудовыми договорами. Материальное вознаграждение исполнительных органов состоит из двух частей: прямого и непрямого вознаграждения. Непрямое вознаграждение представляет собой различные программы социальной защиты и льготы. Прямое вознаграждение в свою очередь состоит из фиксированной и переменной частей. Фиксированная часть представляет собой гарантированное вознаграждение и

дополнительные выплаты, а переменная часть – различные премиальные выплаты, размер которых зависит от наступления определенных условий.

Российские и зарубежные компании часто создают специальные комитеты для предварительного рассмотрения вопросов о формировании политики вознаграждений, а также кадровой политики в отношении совета директоров и высшего менеджмента компании – комитет по вознаграждениям и комитет по назначениям.

Информация о вознаграждении единоличного и коллегиального исполнительных органов публикуется в отчетах компаний. Общую информацию о вознаграждении исполнительных органов можно найти и на сайте некоторых компаний. Например, компания «Роснефть» на своем сайте указывает, что вознаграждение высшего менеджмента в компании состоит из ежемесячной заработной платы и годовых премий, решение о которой выносит совет директоров по итогам результатов работы менеджера за год [Вознаграждение менеджмента ОАО «НК «Роснефть»].

Система внутреннего контроля и аудита

Институт внутренних аудиторов (The Institute of Internal Auditors) – организация, включающая в себя 180 тысяч профессиональных внутренних аудиторов в 190 странах мира [The Institute of Internal Auditors], определяет внутренний аудит следующим образом: «Внутренний аудит – это деятельность по предоставлению независимых и гарантированных консультационных услуг с целью создания дополнительной ценности компании и улучшения ее процессов. Внутренний аудит помогает организации достичь целей, используя систематический и ответственный подход к оценке и усовершенствованию эффективности процессов управления рисками, контроля и управления».

Внутренний аудит компании главным образом занимается оценкой эффективности систем внутреннего контроля компании, процедур корпоративного управления, анализом и оценкой рисков, а также процедур управления рисками. Обычно внутренний аудит организуют в компании с помощью специализированной службы по внутреннему контролю и аудиту, а также при помощи комитета по аудиту при совете директоров. Эти органы помогают компании выявлять и снижать риски деятельности компании, а также повышать эффективность процессов. Кроме того, при нецелесообразности выделения отдельного подразделения для проведения внутреннего аудита, услуги аудита могут быть поставлены на аутсорсинг.

Для успешного ведения бизнеса в интересах акционеров компаниям необходимо эффективно организовывать работу описанных механизмов корпоративного управления. Чтобы помочь публичным компаниям выстроить работу данных механизмов, в качестве

ориентира лучших практик корпоративного управления был создан Кодекс корпоративного управления.

1.1.2. Кодекс корпоративного управления: принципы

Российский Кодекс корпоративного управления – это документ, представляющий собой собрание принципов и рекомендаций публичным компаниям по работе механизмов корпоративного управления. Последняя (вторая) редакция Кодекса была опубликована в 2014 году, в ней были пересмотрены и обновлены принципы, опубликованные в предыдущей редакции 2002 года, которая носила название «Кодекс корпоративного поведения». Как и Кодексы корпоративного управления Великобритании и других стран ОЭСР, на российский Кодекс существенно повлияло содержание Принципов корпоративного управления Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР).

Принятие первого Кодекса корпоративного поведения в России было обусловлено появлением и развитием практик корпоративного управления в стране вследствие быстрого роста российской экономики в начале 2000^x годов, а также улучшения финансового состояния российских компаний, сопровождавшегося выходом новых компаний на биржевые рынки и повышенным интересом инвесторов к новым эмитентам. В тот период в России ощущалась нехватка законодательного регулирования акционерных обществ, в силу наблюдались частые случаи нарушения прав акционеров, в связи с чем заинтересованность отечественных и зарубежных инвесторов в российских компаниях падала. Кодекс корпоративного управления был нацелен на внедрение современных практик корпоративного управления с целью повышения активности акционеров и предоставления подходов для более эффективной работы механизмов корпоративного управления.

Однако российское законодательство, судебная практика и международная финансовая среда менялись с течением времени, в связи с чем описанные практики корпоративного управления также требовали пересмотра. ФСФР начала разработку нового Кодекса в 2008 году, в то же время мировой финансовый кризис заставил инвесторов переосмыслить роль корпоративного управления в достижении стратегических целей компаний: в новых условиях, больше не позволявших извлекать выгоды из догоняющего роста российской экономики, было необходимо найти инструмент долгосрочного экономического развития. По прошествии бурного роста начала 2000^x годов, инвесторы перешли от спекулятивной тактики инвестирования к долгосрочным вложениям [Шашкова, 2015], что также обуславливало смену фокуса в управлении компанией. Инвесторам, желавшим теперь вкладывать свои средства на более длительный срок, были необходимы

гарантии и четкое осознание того, что их права не будут ущемлены, в связи с чем, все более актуальными в теории и практике корпоративного управления становились следующие темы: защита прав акционеров, стратегическое планирование, управление рисками и системы внутреннего аудита и контроля, существенные корпоративные события, политика вознаграждения топ-менеджмента компании, а также корпоративные конфликты. Данные темы нашли свое более полное отражение в новой редакции Кодекса корпоративного управления 2014 года.

Кодекс корпоративного управления разделен на две части: принципы корпоративного управления и соответствующие рекомендации, вынесенные по семи категориям корпоративного управления в компании:

- Права акционеров и равенство условий при осуществлении ими своих прав;

Эта категория описывает принципы, связанные с реализацией прав участия акционеров в общих собраниях, внесения кандидатур членов совета директоров и голосования, а также прав на прибыль компании в виде выплаты дивидендов. Все права акционеров должны реализовываться по принципу равенства, справедливости, необременительности и сокращения издержек для акционеров. Кодекс рекомендует обеспечивать акционерам беспрепятственный доступ к материалам, необходимым для ознакомления к общему собранию акционеров. Данные материалы должны давать акционерам возможность тщательно подготовиться к участию в собрании. Кроме того, акционеры должны иметь возможность беспрепятственно реализовывать свои законные права, как-то: право на голос или право на выдвижение кандидатуры в совет директоров. Также компаниям рекомендуется создавать прозрачные механизмы исчисления выплаты дивидендов. Отмечается, что компания обеспечивать права акционеров на дивиденды и не допускать их ухудшения. Однако в то же время, принимая решение о выплате дивидендов, компания прежде всего должна придерживаться принципа экономической целесообразности. Кодекс также отмечает недопустимость действий, которые могут привести к искусственному перераспределению контроля в компании.

- Совет директоров компании;

Один из самых объемных разделов принципов посвящен совету директоров как органу управления, стоящему между акционерами и менеджментом компании. Кодекс обращает внимание на то, что высший менеджмент компании должен быть подотчетен совету директоров, а сам совет директоров – акционерам компании, поэтому совет директоров должен играть ключевую роль в нивелировании корпоративных конфликтов в

компании и в существенных событиях компании. Совет директоров должен предоставлять отчет о своей деятельности акционерам, а его члены быть доступными для диалога с акционерами. Также совет директоров должен обеспечивать формирование и контроль исполнительных органов, а также проводить оценку соответствия действий менеджеров стратегии компании.

Кодекс рекомендует закреплять за советом директоров как за органом стратегического управления компании обязанность установления ориентиров деятельности компании, утверждения ключевых показателей и одобрение стратегии. Кроме того, совет должен определять принципы и политику системы внутреннего аудита и управления рисками, оценивая как финансовые, так и нефинансовые риски, которым подвержена компания.

Также к компетенции совета директоров, согласно принципам Кодекса, должно относиться определение политики вознаграждений членов совета директоров и исполнительных органов, основанной на принципе прозрачности с учетом вклада работников в деятельность компании. Совет директоров также должен контролировать качество раскрытия информации компанией и соблюдение компанией информационной политики (напрямую или через комитеты). Кроме того, к членам совета директоров предъявляются профессиональные требования, а также требования по квалификации, опыту, репутации и независимости. Процедура избрания членов совета директоров должна быть прозрачной, а также учитывать разнообразие мнений акционеров. Информация о всех кандидатах в совет директоров должна быть доступна для голосующих акционеров, и быть достаточной для принятия взвешенного решения.

Отдельный параграф Кодекса посвящен независимости совета директоров. Кодекс определяет независимость директора как отсутствие связи с компанией, ее существенными акционерами, контрагентами и государством. При этом зависимым также считается директор, занимавший пост члена совета директоров более семи лет. Под связью с компанией Кодекс понимает занятие должности в последние три года в самой компании или в другой компании, ее контролирующей, получение крупных материальных вознаграждений от компании, кроме вознаграждения за работу в совете директоров, в последние три года, оказание консультационных услуг компании, владение акциями компании и работа в другой компании, в которой вознаграждение директора определяется комитетом по вознаграждению, в который входит исполнительное лицо первой компании.

Связь с существенным акционером подразумевает занятие исполнительской должности в органах компании-акционера, получение значительной материальной выгоды от существенного акционера в последние три года или занятие должности члена совета директоров более чем в двух компаниях, подконтрольных существенному акционеру.

Связь директора с контрагентами проявляется в занятии исполнительской должности в компании-контрагенте или владение более 5% акций компании.

Под связью с государством понимается занятие поста государственного служащего в течение года до избрания в совет директоров компании, представительство субъекта РФ с правом на участие в управлении, обязанность голосования в совете директоров по вопросу в соответствии с директивой государства и занятие исполнительской должности в организациях, подконтрольных государству, в течение года до даты избрания в совет директоров.

В России данные критерии являются основными для определения независимости директоров в компании, ими же руководствуется и ММВБ при включении компаний в первый уровень котировального списка. При этом в Кодексе отмечают невозможность формально обозначить все факторы, влияющие на независимость члена совета директоров. В связи с этим встает вопрос о достаточности критериев независимости, перечисленных в Кодексе. Параллельно с исследованием на тему соблюдения лучших практик корпоративного управления также было проведено исследование по независимости членов совета директоров в Российских компаниях с использованием расширенных критериев независимости. В Приложении 3 представлено краткое описание предложенных критериев, а также результаты, полученные в ходе анализа независимости директоров в российских компаниях.

Независимые директора включаются в состав совета директоров с целью выражения независимого мнения по поводу корпоративных вопросов через консультирование членов совета директоров и менеджмента компании, а также осуществление функций мониторинга. Кодекс рекомендует включать в совет директоров не менее трети независимых директоров. Предыдущая версия Кодекса [О рекомендации к применению Кодекса корпоративного поведения, 2002] рекомендовала включать не менее четверти независимых директоров. Согласно исследованию Deloitte, на момент 2015 года средняя доля независимых директоров в компании составляла 27% [Deloitte, 2015], в 2013 году Европе этот показатель достигал 34%, а в США 74% [Ferreira, Kirchmaier, 2013].

Продолжая тему независимости членов совета директоров, необходимо отметить, что Кодекс также предлагает назначать председателем совета директоров независимого директора либо избирать старшего независимого директора для координации работы независимых директоров. Данная должность распространена в зарубежных практиках корпоративного управления, однако в российских компаниях старший независимый директор встречается нечасто – в 18% случаев по крупным компаниям [Deloitte, 2015].

Согласно Кодексу, права и обязанности совета директоров должны быть четко прописаны и закреплены во внутренней документации. Таким образом в Кодексе сформулирован принцип о полноте контрактов. Также члены совета директоров должны иметь возможность эффективно исполнять свои обязанности, то есть обладать необходимым временем, иметь доступ к нужной информации, а также участвовать в регулярных заседаниях совета директоров.

Для предварительного рассмотрения наиболее важных вопросов Кодекс рекомендует создавать комитеты при совете директоров: комитет по аудиту, комитет по вознаграждениям, комитет по номинациям и иные комитеты, соответствующие специфике деятельности компании. Комитет по вознаграждениям часто объединяют с комитетом по номинациям. Комитет по вознаграждениям и номинациям, а также комитет по аудиту занимаются разработкой соответствующих политик в компании и решении важных вопросов, касающихся их области деятельности. Кодекс рекомендует создавать комитеты исключительно из независимых директоров. Согласно исследованию [Deloitte, 2015], в 95% крупнейших компаниях был создан комитет по аудиту, для комитета по вознаграждениям и номинациям этот показатель составил 64%. За советом директоров Кодекс также закрепляет обязанность проводить регулярную оценку работы самого совета и комитетов.

- Корпоративный секретарь компании;

В качестве координатора работы органов компании Кодекс рекомендует создавать должность корпоративного секретаря, который должен координировать проведение общих собраний акционеров, обеспечивать проведение заседаний совета директоров, а также обеспечивать и контролировать проведение необходимых внутренних процедур для соблюдения прав акционеров в частности и законодательных норм в целом. Корпоративный секретарь должен обладать необходимыми профессиональными навыками в сфере экономики и юриспруденции, а также не быть аффилированным лицом в компании. Согласно исследованию Российского института директоров (РИД), более 2/3

руководителей считают, что наличие должности корпоративного секретаря в компании способствует улучшению качества корпоративного управления [РИД, 2013].

- Система вознаграждения высших исполнительных органов и членов совета директоров в компании;

Кодекс отмечает, что выплата вознаграждений ключевым органам компании должна осуществляться согласно политике по вознаграждениям, принятой в компании. При этом вознаграждение должно быть мотивирующим с целью привлечения и эффективной работы специалистов с необходимыми компетенциями. Вознаграждение членов совета директоров должно сближать их финансовые интересы с долгосрочными интересами акционеров через владение членами совета директоров акцией компании с правом их реализации к концу срока избрания. При этом также рекомендуется, чтобы вознаграждение членов совета директоров было фиксированным.

Уровень вознаграждения исполнительных органов должен быть привязан к достижению определенных показателей, а также исходить из личного вклада в работу компании. Кодекс рекомендует создать систему краткосрочной и долгосрочной мотивации для исполнительных органов (в том числе опционные программы с акциями компании), согласованных с комитетом по вознаграждению. Суммы «золотых парашютов» не должны превышать двукратного размера фиксированной части оплаты труда менеджера.

- Система управления рисками и внутреннего контроля;

Согласно Кодексу корпоративного управления, в компании должна быть сформирована такая система управления рисками и внутреннего контроля, которая обеспечила бы «разумную уверенность в достижении поставленных перед обществом целей» [Кодекс корпоративного управления, 2014]. Принципы управления рисками и внутреннего контроля должны определяться советом директоров. Исполнительные органы компании должны нести ответственность за выполнение определенных процедур в рамках процессов управления рисками и внутреннего контроля. Кодекс также рекомендует создавать специальное подразделение для эффективной работы системы. Для оценки работы системы управления рисками и внутреннего контроля рекомендуется проводить внутренний аудит.

- Раскрытие информации и информационная политика компании;

Согласно принципам о раскрытии информации, компания должна утверждать информационную политику, в которой в том числе должен быть указан перечень

подлежащей раскрытию информации. Рекомендуется также раскрывать информацию, выходящую за рамки требуемой законодательством: информацию о корпоративном управлении, соблюдении принципов корпоративного управления, об органах управления компании, о независимых директорах в составе совета директоров, а также такую информацию, как стратегия и миссия компании, ценности, принятые политики, ответственность компании, структура капитала и так далее. Наиболее важным средством раскрытия информации является годовой отчет компании, который должен подводить итоги деятельности компании за год. В связи с этим, в годовом отчете должны быть подробно описаны результаты деятельности компании за год, отчет о проведенной работе, а также дальнейшие планы и перспективы.

Вся информация должна раскрываться на принципах достоверности, полноты и актуальности. Кроме того, раскрытие информации должно проводиться на регулярной основе с надлежащей оперативностью. Документы по запросу акционеров должны предоставляться на принципах доступности и необременительности, однако при злоупотреблении акционерами правом на доступ к информации, компания может отказать акционеру в раскрытии определенных конфиденциальных данных.

- Существенные корпоративные действия;

Те действия в компании, которые могут существенно повлиять на структуру капитала или ее финансовое состояние должны осуществляться на принципах справедливости и соблюдения прав акционеров компании. Под существенными корпоративными действиями Кодекс корпоративного управления понимает

- «реорганизацию общества;
- приобретение 30 и более процентов голосующих акций общества (поглощение);
- совершение обществом существенных сделок;
- увеличение или уменьшение уставного капитала общества;
- осуществление листинга или делистинга акций общества;
- иные действия, которые могут привести к существенному изменению прав акционеров или нарушению их интересов».

Независимые директора в частности и весь совет директоров в целом должны играть ключевую роль в принятии решений в отношении осуществления существенных корпоративных действий. При этом компании рекомендуется предоставлять акционерам информацию о проведении существенных действий с указанием причин, условий и

последствий их совершения. Далее Кодекс выносит рекомендации о закреплении основных правил и процедур проведения различных существенных действий в компании.

В соответствии с требованием [Об акционерных обществах, 1995, ст. 92, п.1] и [О раскрытии информации ..., 2014, пп.70.3-70.4], компании должны публиковать в своих годовых отчетах информацию о соответствии практик корпоративного управления принципам и рекомендациям Кодекса, согласно шаблону, который делит ключевые принципы корпоративного управления на 7 категорий и 18 ключевых критериев (рекомендаций), в соответствии с которым указаны принципы корпоративного управления, заимствованные из Кодекса. Данный шаблон выделяет отдельные поля для описания того, в какой части принципы соблюдаются или не соблюдаются, а также для разъяснения причин несоблюдения или неполного соблюдения принципов и рекомендаций. Категории, ключевые критерии и принципы корпоративного управления, указанные в шаблоне, изложены в Приложении 2. Информация, раскрываемая компаниями, согласно данному шаблону будет использована для исследования.

Принципы корпоративного управления можно считать общепринятыми лучшими практиками корпоративного управления, способствующими эффективной работе механизмов корпоративного управления. Принципы российского Кодекса корпоративного управления в 2014 году стали обязательными для внедрения в 13 государственных компаниях [Корпоративное самоуправление..., 2014], что говорит о желании Правительства повысить прозрачность и эффективность корпоративного управления в российских государственных компаний, а также финансовую результативность самих компаний.

1.2. Основные показатели финансовой результативности деятельности компании

Так как данное исследование направлено на выявления взаимосвязи между соблюдением перечисленных лучших практик корпоративного управления и финансовой результативностью компании, необходимо также привести основные способы измерения финансовой результативности компаний с учетом преимуществ и недостатков каждого показателя. Существует большое количество показателей финансовой результативности¹ деятельности компании, которые могут быть связаны с различными статьями баланса или видами деятельности компании. Каждый показатель характеризует компанию с отдельной

¹ В начале Главы 1 объясняется выбор термина *финансовая результативность*, который используется на протяжении всей работы. Тем не менее автор также оставила за собой право использовать более пространственный термин *эффективность* в качестве перевода с английского слова *performance* при анализе зарубежной литературы.

точки зрения, фокусируясь на определенных характеристиках ведения бизнеса, поэтому зачастую невозможно выбрать единственный показатель, который бы давал полное представление о ситуации в компании. В связи с этим в Главе 1 представлено описание существующих подходов к измерению финансовой результативности компании.

Понятие финансовой результативности

Прежде всего необходимо дать определение финансовой результативности, определить основные различия между показателями результативности, эффективности и производительности, а также провести параллели использования данных терминов в иностранной литературе. При оценке состояния и деятельности фирмы чаще всего определяют показатели, связанные со следующими ее характеристиками:

- *Результативность* характеризует значение выходных показателей объекта управления [Кушлин, Чичиканов, 2004], то есть *результата* – финансового итога хозяйственной деятельности. Показателем результативности может являться прибыль компании, ее выручка и пр.
- *Производительность* связана с эффективностью использованных ресурсов, она вычисляется как отношение результатов деятельности компании (например, объем выпуска) к объему затраченных ресурсов (затраты труда в денежном выражении, либо в трудочасах, машинах и т.п.) [Никитина, 2006].
- *Эффективность* – это способность компании приносить эффект [Азрилиян, 2007] - показатель, определяющий насколько эффективно расходуются ресурсы компании, однако в отличие от производительности фокусируется не на объеме производства, а на конечном финансовом результате. Так к примеру, коэффициентом эффективности (Efficiency Ratio) может быть любой коэффициент рентабельности [Маляревская, Сторчевой, 2004].

В иностранных исследованиях на тему корпоративного управления, о котором пойдет речь во второй главе, чаще всего фигурирует термин *performance*, означающий «результативность, производительность, эффективность (характеристика степени эффективности использования ресурсов); результат» [Маляревская, Сторчевой, 2004]. Он трактуется достаточно широко и не имеет точного перевода на русский язык, так как результативность, производительность и эффективность нацелены на измерение разных характеристик компании.

В данной работе будут рассматриваться так называемые *Financial Performance Measures* – «финансовые показатели результатов деятельности», под которыми будем подразумевать финансовую результативность деятельности компании (например, рентабельность собственного капитала организации, величина денежного потока, величина

чистой прибыли, размер собственного капитала, активов, дохода, прибыли, затрат, задолженности и т. п.). Выбор показателей финансовой результативности обоснован специфичностью термина *производительность*, который по формату не подходит для данного исследования, а также более точным и не двусмысленным значением термина *результативность* в сравнении с *эффективностью*.

Так например производительность чаще исследуется в операционном и технологическом контексте компаний. Например в статье [Huselid, 1995] исследуется взаимосвязь внедрения новых практик управления персоналом и продуктивностью работы персонала, измеряемой в выручке на на число работников компании. Авторы других статей также использовали данный показатель для сравнения результатов компаний после внедрения определенных проектов или политик [Ichniowski, 1990], [Pritchard, 1992]. Другое исследование [Fagerberg, 2000] связывает технологические преобразования в ряде стран с повышением продуктивности труда с помощью показателя добавленной ценности на человека. Таким образом, можно сказать, что показатели продуктивности логично рассматривать в связи с внедрением специфических практик или технологического оснащения, направленных на достижение целей компании.

Эффективность – термин многозначный, который также иногда переводится на английский язык как *efficiency* и *effectiveness*. Эти понятия не синонимичны, и различаются тем, что первое предполагает соблюдение принципа «делать вещи правильно», а второе – «делать правильные вещи». Данное понятие является слишком широким, в связи с чем дать единственное точное определение эффективности сложно. Для решения ланной проблемы некоторые российские исследователи в области корпоративного управления прибегают к использованию термина *финансовая результативность* [Березинец, Ильина, Фахритдинова, 2013], [Березинец, Ильина, Черкасская, 2014], [Дуляк, 2015]. Таким образом становится понятно, что оценивается именно результат деятельности компании, а не то, насколько экономично и правильно был организован процесс достижения данного результата («делать вещи правильно»).

Бухгалтерские показатели финансовой результативности

Часто под финансовыми результатами компании понимаются ее бухгалтерские показатели, источником которых является публикуемая компаниями бухгалтерская отчетность (для публичных компаний публикация промежуточной и годовой бухгалтерской отчетности является обязательной).

Существует большое количество различных бухгалтерских показателей, используемых в соответствующих целях финансового анализа компании. Данные

показатели можно разделить по соответствующим видам деятельности компании: инвестиционной, финансовой и основной [под ред. Беликова, 2008].

Под *инвестиционной* деятельностью компании понимается покупка и продажа внеоборотных активов, вложения в НИОКР и ценные бумаги других предприятий. В этом случае результативность компании может определяться как дисконтированная стоимость денежных потоков, генерируемых компанией на инвестиции. В ходе *финансовой* деятельности компании меняется структура собственного и заемного капитала, поэтому основными показателями результативности данного вида деятельности являются показатели ликвидности и платежеспособности. *Основная* деятельность компании направлена на непосредственное извлечение прибыли, что является ее главной целью в случае частной коммерческой фирмы. В таком случае рассчитывают коэффициенты оборачиваемости активов, запасов, дебиторской задолженности и пр., а также коэффициенты доходности (таблица 1.1).

Таблица 1.1 Описание бухгалтерских показателей результативности согласно видам деятельности компании

Вид деятельности	Примеры показателей	Характеристика
Инвестиционная	Дисконтированная стоимость, внутренняя доходность, период окупаемости, индекс рентабельности инвестиций	Позволяют увидеть величину денежных потоков, генерируемых данным вложением или величину затрат на реализацию проекта, срок его окупаемости, его доходность
Основная	Коэффициенты деловой активности (коэффициенты оборачиваемости активов, дебиторской задолженности, кредиторской задолженности, запасов, собственного капитала)	Отражают эффективность использования ресурсов компании, например, скорость превращения ресурсов в денежные средства (оборотность)
	Коэффициенты рентабельности (коэффициент рентабельности активов - ROA, коэффициент рентабельности инвестиций - ROI коэффициент рентабельности собственного капитала - ROE, коэффициент рентабельности продаж - ROS)	Показывают, какова отдача (прибыль) на вложенные средства или объем реализованной продукции. Рассчитываются как отношение полученной прибыли к затраченным ресурсам
Финансовая	Показатели ликвидности (общей, срочной, абсолютной), оборотный капитал, коэффициент обеспеченности продаж оборотным капиталом	Отражают способность компании покрыть обязательства разной срочности своими активами
	Показатели платежеспособности (коэффициенты автономии, финансовой зависимости, финансовый рычаг)	Характеризуют структуру капитала, отражают способность компании вовремя погашать долгосрочные обязательства

Составлено по: [под ред. Беликова, 2008]

Так как данное исследование связано с управлением компанией в целом, имеет смысл остановиться только на описании показателей основной деятельности компании.

Коэффициенты деловой активности определяют, насколько эффективно компания расходует свои средства. К примеру, коэффициенты оборачиваемости характеризуют скорость превращения ресурсов фирмы в денежные средства. Однако нельзя сравнивать фирмы разных отраслей с помощью этих показателей, так как, во-первых, они специфичны для каждой отрасли, а во-вторых, они зависят от способа начисления амортизации и учета разных статей баланса.

Показатель рентабельности собственного капитала - ROE (Return on Equity) вычисляется как отношение прибыли к собственному (акционерному) капиталу и характеризует отдачу на инвестиции акционеров. Согласно Распоряжению правительства Российской Федерации [О перечне открытых акционерных обществ..., 2003], ROE является обязательным показателем для внедрения в качестве ключевого показателя эффективности в таких компаниях как «Роснефть», «Аэрофлот», «Россети», «ФСК Единые энергетические системы», «Башнефть», «Газпром», «Алроса» и других государственных публичных компаниях.

Рентабельность собственного капитала, наряду с рентабельностью активов (ROA), является одним из самых популярных и, возможно, наиболее широко используемых финансовых показателей [Rapaport, 1986]. Более того [Monteiro, 2006] утверждает, что ROE является основным показателем, который инвесторы должны принимать во внимание. Также тот факт, что ROE находится в основании факторной модели Дюпон, способствует его популярности среди аналитиков, финансовых менеджеров и акционеров [Stowe et al., 2002; Firer et al., 2004]. Согласно модели Дюпон, которая связывает изменение ROE с изменением других факторов, рентабельность собственного капитала может быть улучшена путем более эффективного использования активов и за счет увеличения финансового рычага [du Toit, 2007].

Однако со временем стало ясно, что повышение показателя ROE не обязательно ведет увеличению стоимости акций. В связи с этим многие исследователи указывают на несостоятельность данного показателя. Исследование [Rapaport, 1986] также обращает внимание на то, что один из факторов ROE (согласно модели Дюпон) - показатель оборачиваемости активов, подвержен инфляции, что приводит к его увеличению даже в том случае, если не наблюдалось более эффективное использование активов. Автор поясняет, что уровень продаж мгновенно реагирует на влияние инфляции, в то время как бухгалтерская стоимость активов адаптируется согласно эффекту инфляции не так быстро. Исследование А. Рапппорта [там же] показало, что, несмотря на существенное увеличение

рентабельности собственного капитала компаний из индекса S&P500 в 1970-е годы за счет роста оборачиваемости активов, рыночные доходности этих компаний в среднем были очень малы. Это указывает на то, что рынок не был «сбит с толку» завышенными из-за инфляции значениями рентабельности собственного капитала.

Исследователи [Hagel III, Brown, Davison, 2009] также пишут о том, что инвесторы должны быть крайне осторожны с применением ROE, так как компании могут искусственно поддерживать высокий уровень рентабельности собственного капитала путем повышения финансового рычага и обратного выкупа акций за счет накопленных денежных средств. Это может привести к снижению операционной доходности, а вместе с тем и к большей подверженности компании экономическим спадам и снижению спроса. Компании прибегают к таким мерам, потому что падающая рентабельность собственного капитала может привести к болезненным для них результатам в связи с мгновенной реакцией рынка. В связи с этим наряду с показателем ROE инвесторы должны принимать во внимание фундаментальные показатели результативности деятельности компании.

Рентабельность акционерного капитала фигурирует в исследованиях [Crespí-Cladera, Pascual-Fuster, 2014], [Larcker et al., 2007], [Brown, Caylor, 2009] в которых авторы подтверждают наличие существенной связи между качеством практик корпоративного управления и результативностью компании, выраженной с помощью рентабельности собственного капитала.

Также показатель рентабельности собственного капитала может быть хорош для исследования, если результативность деятельности компании рассматривается именно с точки зрения роста благополучия акционеров [Baysenger, Butler, 1985]. Именно ROE используется чаще всего для исследований с использованием кросс-секционных данных [ibid.].

Показатель рентабельности активов (ROA – Return on Assets) вычисляемый как отношение посленалоговой операционной прибыли к средней стоимости всех активов компании, характеризует краткосрочную операционную результативность и может быть использован в качестве мерила общей результативности, так как имеет сильную связь с показателями фундаментальной оценки компании [Волков, Никулин, 2009]. Как уже было отмечено, рентабельность активов является одним из самых популярных и широко используемых финансовых показателей наравне с ROE [Rapraort, 1986].

Некоторые практики считают, что ROA является недооцененным показателем долгосрочной доходности со стороны акционеров и менеджмента компаний, несмотря на то, что он позволяет искажения, связанные с финансовой стратегией компании. В то же время, рентабельность активов является лучшим финансовым показателем, чем показатели

прибыльности компании и рентабельность продаж, так как он учитывает активы, используемые для поддержки бизнес-деятельности и определяет, способна ли компания генерировать адекватную отдачу от этих активов. Данный показатель помогает менеджерам сфокусироваться на тех активах, которыми компания может управлять наилучшим образом [Hagel III, Brown, Davison, 2009].

Однако ROA, как и любой бухгалтерский показатель, может быть искусственно завышен путем изменений в учетной политике. [de Wet, 2006] также пишет о том, что является менее достоверным показателем, чем некоторые рыночные метрики, а [Damodaran, 2007] обращает внимание на возникающие несоответствия при расчете показателя: балансовая стоимость активов включает в себя денежные средства компании, однако в чистой прибыли не учитывается доход, полученные на эти средства.

Тем не менее рентабельность активов часто встречается в исследованиях, посвященных теме корпоративного управления. К примеру, в статье [Core et al., 1999], ROA используется в качестве показателя операционной результативности компании. Согласно статье, компании, имеющие слабую структуру управления сильнее подвержены влиянию агентской проблемы. В таких фирмах генеральные директора получают большее вознаграждение, в то время как, операционная результативность в этих компаниях сравнительно меньше. Рентабельность активов также часто фигурирует в исследованиях, затрагивающих независимость совета директоров. К примеру, в исследовании [Knyazeva et al., 2011] по выборке средних и маленьких американских компаний ROA также включалась в модель в качестве показателя операционной результативности деятельности компании. Оказалось, что в среднем независимость совета директоров имеет положительное направление взаимосвязи с операционной результативностью фирмы.

В исследовании [Horton et al., 2012], посвященном связям между членами совета директоров, ROA была включена в модель в качестве зависимой переменной. Согласно выводам исследования, наличие связей между членами совета директоров положительно сказывается на финансовой результативности компании, измеренной таким образом.

Согласно другому исследованию [Hsu, Wu, 2013], в котором на выборке британских компаний изучалось взаимоотношение структуры совета директоров и финансовых показателей компании с вероятностью банкротства компании, фирмы с большим значением рентабельности активов оказались менее склонны к банкротству.

Показатель рентабельности продаж - ROS (Return on Sales) – отношение прибыли к выручке, характеризующее среднюю маржу с 1 вырученной денежной единицы. Данный показатель считается наиболее важным при оценке степени прибыльности компании [Кузнецов и др., 2013]. В статье [Griffin, Mahon, 1997] авторы включают ROS в

число самых распространенных методов оценки финансовой результативности компании наравне с рентабельностью активов и рентабельностью собственного капитала. Данный показатель является менее распространенным среди исследователей в сфере корпоративного управления, чем ROA или ROE, однако чаще используется в исследованиях сферы маркетинга и поставок [Ciszewski, Harvey, 1995], [Hendricks, Singhal, 2005], [Woodburn, 2006].

Коэффициент рентабельности инвестированного капитала – ROIC (Return on Invested Capital) – рассчитывается как отношение посленалоговой операционной прибыли к бухгалтерской стоимости инвестированного капитала [Damodaran, 2007]. Рентабельность инвестиций вместе с ростом компании создают ее ценность через увеличение денежного потока. Кроме того, увеличение ROIC рассматривается как способность компании достичь большего размера маржинальной прибыли, больших (положительных) денежных потоков и более низких значений средневзвешенной стоимости капитала [Koller, Goedhart, Wessels, 2010].

Проблема показателя рентабельности инвестированного капитала состоит в том, что он также может сбить с толку при сравнении маленькой растущей и большой стабильной компаний. В таком случае McKinsey&Co рекомендую перейти к показателю, выраженному в денежных единицах – к экономической прибыли [Dobbs, Koller, 2005]. Экономическая прибыль равна произведению инвестированного капитала на разность ROIC и WACC. К сожалению, в размерах выборки очень затратно рассчитывать средневзвешенную стоимость капитала для каждой компании, поэтому в данной ситуации переход к абсолютной метрике не работает.

Исследование, опубликованное в Вестнике McKinsey, описывает статистику значений показателя ROIC среди американских компаний из разных отраслей с 1963 по 2004 год. Исследователи обнаружили не только то, что показатель ROIC сильно варьируется по отраслям, но также и то, что отличия внутри отраслей могут быть даже более значительными [Джянг, Коллер, 2006]. Например, в отрасли IT-услуг медианное значение коэффициента ROIC составило 18%, однако разрыв между первым и третьим квартилем составил 31%, из-за чего авторы заключили, что подобная схема анализа ROIC по отрасли бессмысленна. В качестве сравнения также приводятся данные по электроэнергетической отрасли, где разрыв между самыми слабыми и самыми крупными компаниями не превышает 2%.

Показатель рентабельности собственного капитала также встречается в эмпирических исследованиях, связанных с корпоративным управлением, однако реже остальных показателей рентабельности. К примеру, [Rechner, Dalton, 1991] делает вывод о

том, что наличие проблемы так называемого «окапывания» (entrenchment) ведет к снижению показателя ROIC.

EVA© - **экономическая добавленная ценность** (остаточная прибыль) – показатель результативности компании, вычисляемый как разность между заработанной и требуемой прибылью:

$$EVA = (ROIC - WACC) * Capital Invested , (1) [Damodaran, 2005].$$

где ROIC – рентабельность инвестированного капитала, WACC – средневзвешенная стоимость капитала, Capital Invested – инвестированный капитал.

EVA «отражает величину используемого капитала и абсолютный денежный прирост богатства акционеров» [Цит. по: Брейли, Майерс, 2014, стр. 300]. Во многих зарубежных фирмах данный показатель также является одним из факторов, определяющих вознаграждение менеджеров [ibid.]. Его главным преимуществом является то, что он принимает во внимание затраты на капитал, а соответственно, и эффективность используемых денежных ресурсов. В силу того, что повысить показатель экономической добавленной ценности можно лишь повысив прибыль либо снизив затраты на капитал, он стал популярен для определения размера вознаграждения менеджеров. Его основное отличие от рыночных показателей, с помощью которых создаются программы мотивации менеджмента, в том, что EVA избегает случайностей и шумов, возникающих при установлении цены на акцию, и одновременно с этим учитывает изменение богатства акционеров [Stewart, 1991]. Таким образом, показатель экономической добавленной ценности креативно объединил бухгалтерские показатели и рыночную эффективность [Milbourn et al., 1997].

Некоторые исследователи называют показатель добавленной ценности лучшим среди прочих традиционных бухгалтерских показателей, поскольку он учитывает изменение богатства акционеров [Stewart, 1991]. Согласно исследованиям [Ehrbar, 1999], [Cordeiro, Kent Jr., 2001], компании, использовавшие EVA в качестве ключевых показателей эффективности для высшего менеджмента в компаниях, превзошли компании, не использовавшие данный показатель.

Основным недостатком показателя EVA является сложность расчетов, так как информация по средневзвешенной стоимости капитала компании не предоставляют, а самостоятельные расчеты могут быть трудозатратны и весьма приблизительны.

Подводя итоги анализа бухгалтерских показателей финансовой результативности, хотелось бы отметить, что несмотря на преимущества многих бухгалтерских показателей, следует быть осторожным в их применении, так как они по существу ориентированы на краткосрочную перспективу в сравнении с рыночными показателями [Hillman, Keim, 2010],

[Briloff, 1972], [Fisher, McGowan, 1983], [Hayes, Abernathy, 1980], используют только исторические данные о прошлой финансовой результативности [McGuire, Schneeweis, Hill, 1986], являются предметом манипуляций со стороны менеджмента компании [Bentson, 1982], [Briloff, 1976], [Fischer, 1979], а также могут быть искажены по причине разных методов учета определенных статей баланса (учета и распределения доходов, затрат, амортизации и пр.) [Брейли, Майерс, 2014], [Damodaran, 2007], [Stolowy, Breton, 2000].

Рыночные показатели финансовой результативности

В связи с тем, что данная работа посвящена корпоративному управлению, отдельное внимание следует уделить рыночным показателям финансовой результативности. Такие показатели хорошо соотносятся с основной задачей менеджмента компании – повышением богатства акционеров, выраженного рыночной стоимостью акций. Так, авторы работ [Lubatkin, Shrieves, 1986] и [Rappaport, 1992] утверждают, что рыночные показатели финансовой результативности предпочтительнее бухгалтерских, потому что они дают возможность более адекватно оценить будущие денежные потоки компании. Также авторы исследования [Adjaoud, Zeghal, Andaleeb, 2007], связанного с корпоративным управлением, выявили взаимосвязь между структурой совета директоров и финансовой результативностью компании, измеренной рыночными показателями, однако взаимосвязи структуры совета директоров с бухгалтерскими показателями доходности (ROA, ROE и ROI) обнаружено не было.

TSR (Total Shareholders Return) – совокупная акционерная доходность, важный показатель с точки зрения создания ценности компании, который включает в себя рост цены акции и выплаченные за год дивиденды относительно цены акции в начале периода. Этот показатель служит оценкой изменения благосостояния акционеров, он может увеличиваться при росте свободного денежного потока компании, росте курсовых цен акций, например, за счет высокой отдачи на инвестированные средства.

Показатель доходности акций широко распространен при принятии инвестиционных решений. Однако он не учитывает риск, который принимает на себя компания, поэтому слепое руководство лишь этим показателем может привести к плачевным результатам. Например, менеджеры стабильной компании могут не принимать решений, связанных с большим риском, следовательно, свободный денежный поток этой компании и цена ее акций будут относительно слабо волатильны. Однако растущая компания может принимать отчаянные решения по инвестированию в рискованные проекты. Тогда свободный денежный поток этой компании будет волатилен, равно как цена ее акций, за которую акционеры будут требовать большую доходность за принимаемый на себя риск, то есть *акции более рискованной компании могут иметь большую доходность* (за

определенный период). В связи с этим необходимо всегда сопоставлять и доходность, и риск акций компании, а не руководствоваться лишь первым.

Специалисты McKinsey отмечают, что необходимо умело пользоваться показателем TSR, так как он сильно зависит от ожиданий инвесторов. В статье [Deelder, Goedhart, Agrawal, 2008] утверждается, что большинство подходов к оцениванию данного показателя могут быть ошибочны и не учитывать некоторых факторов. Авторы предлагают применить метод декомпозиции и разбить показатель на 4 составляющие: операционная эффективность, рыночная оценка в начале периода, изменения в рыночных ожиданиях за период и финансовый леверидж.

TSR является единственным рыночным показателем в перечне обязательных ключевых показателей эффективности для государственных публичных компаний [Росимущество, 2014], на основе которого должна строиться долгосрочная система мотивации менеджмента. В исследовании [Bender, Moir, 2016] авторы подчеркивают, что в среднем среди британских компаний практика долгосрочной мотивации менеджмента, основанная на TSR, приводит к положительным для компании результатам.

TSR также используется и в других работах, связанных с корпоративным управлением, в качестве одного из факторов смещения генеральных директоров [Gregory-Smith, Thompson, Wright, 2009] и как фактор размера вознаграждения высшего менеджмента, завязанного на результативности компании [Abowd, 2016], [Griner, 1999].

MVA (Market Value Added) – добавленная рыночная ценность – показатель, характеризующий финансовую результативность деятельности компании с точки зрения добавленной ценности, которую компания смогла сгенерировать для акционеров.

MVA можно вычислить двумя способами: а) как разность рыночной ценности и капитала компании – такой способ наиболее распространен [Stewart III, 1990]; б) как чистую приведенную стоимость будущих добавленных экономических ценностей [Grant, 1996]

$$а) MVA = Market Value - Capital, (2)$$

$$б) MVA = \frac{\sum_{t=1}^N EVA_t}{(1+r)^t}, (3)$$

MVA измеряет мнение рынка насчет будущей результативности компании с точки зрения инвестированного капитала, являясь мерой оценки чистой приведенной стоимости будущих экономических прибылей. MVA, принимая значение больше нуля, показывает, какое количество ценности компания смогла добавить к инвестициям акционеров. MVA меньше нуля показывает, какое количество ценности компания «вычла» из инвестиций ее собственников.

Добавленная рыночная ценность дополняет показатель TRS, измеряя иные аспекты деятельности компании. Если TRS измеряет финансовую результативность деятельности компании относительно рыночных ожиданий, то MVA, наоборот, измеряет ожидания рынка на будущую результативность деятельности компании в соответствие с инвестированным капиталом в абсолютных величинах [Dobbs, Koller, 2005].

MVA – показатель долгосрочной финансовой результативности компании. Он показатель тесно связан с понятием ценности компании и в абсолютной шкале измеряет оцененную рынком будущую результативность компании, соотнося ее с вложенным капиталом. Он также сочетает в себе «здоровье компании», то есть способность восстановить и улучшить ее эффективность в будущем [там же].

Преимуществами MVA является способность учитывать относительный успех компании в создании ценности для акционеров через эффективное распределение и управление дефицитными ресурсами. MVA является приближением чистой приведенной стоимости компании, оцененной рынком, в связи с чем рыночная добавленная ценность является уникальным показателем создания ценности для акционеров, потому что она учитывает как степень обогащения акционеров, так и результативность деятельности компании (качество управления капиталом) [Stewart, 1996].

Кроме того, в отличие от других подходов к измерению ценности, создаваемой для акционеров, MVA хорош и тем, что учитывает не только будущие денежные потоки компании, но и берет в расчет долг и инвестированный капитал [Hillman, Keim, 2010]. Основной недостаток данного показателя связан со сложностью расчетов, так как он требует вычисления

Q Тобина – коэффициент Тобина (Tobin's Q) – измеряет расхождение рыночной и бухгалтерской ценностей основного капитала компании [Hall, 1993], показатель, чаще всего вычисляемый как отношение рыночной ценности компании к восстановительной стоимости активов [Боди, Мертон, 2013, стр. 128].

Идея данного показателя впервые была предложена в [Lucas, 1967] в качестве теоретической модели, которая предполагала, что компания, максимизирующая прибыль, в ответ на изменение рыночной стоимости ее капитала должна предпринимать определенные инвестиционные решения. События, которые вызывают расхождение рыночной ценности компании от бухгалтерской в положительном направлении (рыночная ценность выше бухгалтерской) сигнализируют о том, что капитал компании в соответствие с рыночной оценкой стоит больше, нежели за него заплатили изначально. Вследствие чего, компания должна произвести инвестиции для того, чтобы выровнять этот баланс. В обратной

ситуации, когда бухгалтерская ценность фирмы выше рыночной, необходимо предпринять сокращение капиталовложений [там же].

Сегодня коэффициент Тобина показывает, насколько результативно компания руководит своими активами и извлекает из них ценность. Он ориентирован на оценку качества менеджмента компании. Например, в случае неэффективного управления компанией рыночная ценность компании будет ниже стоимости ее активов, а значит Q примет низкое значение (менее 1) [Damodaran, 2002]. Такие компании часто становятся объектом поглощений с целью будущего увеличения их рыночной стоимости [Lang et al., 1991].

Q Тобина является одним из наиболее востребованных показателей рыночной привлекательности ценных бумаг торгуемых компаний [Ковалев, 2012] и часто используется в качестве показателя финансовой результативности компании в исследованиях, изучающих связь корпоративного управления с финансовой результативностью компании [Wernerfelt, Montgomery, 1988], [Morck, Shleifer, Vishny, 1988], [Berger, Ofek, 1995]. Q Тобина также часто используется в исследованиях в качестве оценки результативности работы высшего менеджмента [Brainard, Shoven, Weiss, 1980].

Несмотря на распространенность Q Тобина в теоретических работах, исследователи подчеркивают сложность его применения, связанную с трудностями вычисления показателя. Так, [Chung, Pruitt, 1994] подчеркивают, что один из способов вычисления показателя, предложенный [Lindenberg, Ross, 1981], является слишком затратным с точки зрения необходимых данных и вычислительных усилий (не будем заострять внимание на данном методе расчета коэффициента).

Исследователи [Chung, Pruitt, 1994] утверждают, что подобный метод расчета может быть заменен на более простое приближение, не требующих затрат на поиск данных (которые зачастую являются закрытыми) и продолжительные вычисления. Они предлагают следующую альтернативу приближения коэффициента Тобина:

$$\text{Approximate } q = \frac{MVE + PS + DEBT}{TA}, (4)$$

где MVE – произведение количества акций на цену акции компании, PS – ликвидационная стоимость привилегированных акций компании, $DEBT$ – ценность чистого долга компании, TA – бухгалтерская стоимость совокупных активов компании.

Авторы отмечают, что все данные, используемые в формуле аппроксимации находятся в открытом доступе и могут быть легко получены из публикуемой компаниями отчетности.

Итак, с точки зрения простоты расчетов и смысловой нагрузки, коэффициент Тобина является наиболее подходящим показателем финансовой результативности компании для исследования взаимосвязи с соблюдением лучших практик корпоративного управления.

1.3. Обзор исследований взаимосвязи корпоративного управления и финансовой результативности

Тема корпоративного управления чрезвычайно популярна в академической литературе. Сегодня существует множество исследований, направленных на выявление взаимосвязи между различными характеристиками корпоративного управления и финансовой результативностью компании.

1.3.1. Механизмы корпоративного управления и финансовая результативность

Совет директоров

Исследователи часто рассматривают именно совет директоров как важнейший механизм корпоративного управления, выполняющий функции мониторинга. Согласно рис.1.1, совет директоров обладает более полной информацией, в сравнении с акционерами компании, а также имеют большую власть в принятии решений, что делает его связующим звеном между акционерами и менеджментом. А.В. Либман [Либман, 2003] подчеркивает, что совет директоров является наиболее широко используемым акционерами механизмом внутреннего контроля корпоративного управления, вне зависимости от принятой модели корпоративного управления. Он играет важную роль в системе управления крупными компаниями, в том числе в области контроля над высшим менеджментом и решении проблемы «принципал-агент» [Weisbach, 1988].

Одной из важнейших характеристик совета директоров является его структура, то есть размер и состав. Согласно некоторым исследованиям, структура советов директоров не бывает случайной; размер и состав совета может определяться как внешними [Pfeffer, 1972], так и внутренними [Lawrence et al, 1967] факторами. Как утверждают авторы другой статьи [Hermalin, Weisbach, 1991], для каждой компании может быть найдена оптимальная структура совета директоров как путь решения проблем, связанных с оппортунизмом менеджмента. Таким образом, структура совета директоров каждой компании может быть разной в зависимости от особенностей взаимоотношений собственников и менеджмента в компании. Существует множество исследований, доказывающих наличие связи между структурой совета директоров и показателями фирмы, такими как ее размер, перспективы роста, финансовый рычаг и другие [Boone et al., 2007], [Lehn et al., 2009], [Ferreira et al. 2011].

- Численный состав совета директоров

Компании и сами могут устанавливать ограничения на количество членов в совете. Некоторые российские компании устанавливают максимальный или минимальный порог, в то время как другие компании прописывают в уставе диапазон, в который должно попасть число членов Совета, либо игнорируют данные ограничения, используя лишь законодательные нормы. По данным 2015 года, средняя численность состава совета директоров в российских компаниях составила 9 человек, в то время как в Европе этот показатель равнялся 12 [Deloitte, 2015].

В исследовании, проведенном на выборке панельных данных по крупным американским компаниям [Yermack, 1996], автор приходит к выводу о том, что компании с маленькими советами имеют большую рыночную ценность, а также лучшие показатели финансовой результативности. В другом исследовании также отмечается, что в некоторых случаях большой размер совета директоров может отрицательно сказываться на показателях прибыльности компании, к примеру, в случае маленьких и средних фирм, когда большой размер совета директоров является экономически неоправданным [Eisenberg et al, 1998]. Авторы исследования, проведенного на выборке российских компаний, выявили нелинейную связь между размером совета директоров и показателем финансовой результативности фирмы [Березинец, Ильина, Черкасская, 2013], согласно этому исследованию, наиболее результативны компании с маленькими и большими советами директоров, то есть в данном случае связь U-образная. Также в среднем компании имеют тенденцию увеличивать число членов совета директоров с ростом фирмы и диверсификацией ее продуктов или услуг [Boone et al, 2007].

- Независимость совета директоров

Независимость Совета директоров, равно как и его структура, зависит от присущих фирме индивидуальных характеристик [Boone et al, 2007]. Независимость Совета директоров увеличивается по мере того, как компания растет и увеличивает портфель своих активов [там же]. Фама и Дженсен [Fama, Jensen, 1983] подчеркивали, что компании, где лица, принимающие решения, не несут связанных с этими решениями рисков, могут быть более успешными. С этой точки зрения независимые директора играют центральную роль в решении агентской проблемы, так как именно они способны принимать более рациональные решения (с точки зрения увеличения ценности фирмы), а также осуществлять эффективный контроль за менеджерами компании. Также согласно исследованию С. Розенштейна и Дж. Уайетта [Rosenstein, Wyatt, 1990], если компания, в

совете директоров которой уже находится достаточное количество независимых директоров, включит в совет еще одного независимого директора, то ее ценность увеличится. В то же время нельзя сказать, что новые независимые директора являются более ценными для компании, чем исполнительные. Также некоторые исследователи находят положительную связь между независимостью совета директоров и результативностью компании, выраженной рентабельностью активов, ростом выручки и соотношением рыночной и балансовой стоимости фирмы [Carcello, Neal, 2000], [Ferreira, 2010].

За последние несколько десятков лет структура совета директоров претерпела значительные изменения. Если еще в 1970 году доля независимых директоров в советах директоров крупных американских фирм в среднем составляла лишь 20% [Baysinger, Butler, 1985], то к 1983 этот показатель вырос до 54%, а к 1991 до 64% [Bhagat, Black, 2001]. Согласно исследованию, основанном на выборке крупных, средних и мелких американских компаний, средняя доля независимых директоров с 2001 по 2006 года составила 70% [Liu, 2011].

Примерно 88% публичных российских компаний, по данным 2015 года, имеют в составе совета директоров хотя бы одного независимого директора. В 41% компаний выполняется рекомендация Кодекса корпоративного управления о доле независимых директоров в составе совета директоров – не менее 33%. Исследователи отмечают, что данную рекомендацию в основном соблюдают компании, торгующиеся на иностранных биржах (NASDAQ, NYSE, LSE – таблица 1.2). В среднем о выборке доля независимых директоров составила 27%, причем компании с более высокой капитализацией как правило имели более высокую долю независимых директоров в совете. В то же время за период 2014-2015 лет средняя доля независимых директоров составляла более 40% в зависимости от страны: в Бельгии – 43%, в Германии – 60%, в Великобритании – 60,5%, в Швеции – 62% [Deloitte, 2015]. Данные различия в доле независимых директоров в российских и зарубежных компаниях происходят не только из-за отставания российских компаний в развитии практик корпоративного управления, но и по причине различий в структуре собственности российских и зарубежных компаний.

Таблица 1.2 Состав советов директоров российских компаний, торгующихся на разных биржах

	Полная выборка (120)	LSE (50)	NYSE/NASDAQ (7)	Московская биржа (99)
Директора-инсайдеры	73%	68%	66%	74%
Представители акционеров	42%	33%	36%	45%
Менеджмент компаний	21%	25%	13%	20%
Внешние директора	27%	32%	34%	26%

Источник: [Deloitte, 2015]

Если США и Великобритании большинство компаний имеют распыленную структуру собственности, то в России преобладают компании с концентрированной собственностью. В первом случае права многочисленных акционеров-миноритариев представляют аудиторы и независимые директора, призванные направить работу внутреннего менеджмента в русло защиты интересов акционеров компании. “В США независимый директор – это ключевой инструмент защиты интересов миноритарных акционеров и компании в целом, а также «источник» объективного мнения по стратегическим вопросам развития фирмы, осуществления независимого мониторинга менеджмента” [КПМГ, 2011].

В российских компаниях дела обстоят немного иначе, так как высок уровень концентрации собственности в отечественных компаниях, а максимальная разница в долях крупнейших акционеров составляет 80-90% [Капелюшников, 2005], вследствие чего независимый директор в составе совета директоров российской компании играет иную роль в сравнении с западными компаниями. В российской практике независимый директор скорее играет роль консультанта для высшего менеджмента и способствует проявлению большего уважения и доверия к компании [КПМГ, 2011].

Можно сделать вывод, что роли института независимых директоров в России пока уделяется недостаточное внимание. Тем не менее, есть тенденции к развитию данного института (в том числе и законодательные), особенно в государственных компаниях.

Таким образом, в обществе сформировано мнение о том, что независимые директора благотворно влияют на благосостояние акционеров компаний. Однако существует и другое мнение на этот счет. Согласно исследованию, проведенному по выборке американских

публичных компаний, те компании, в советах директоров которых независимые директора составляют абсолютное большинство, имеют худшие результаты деятельности, чем компании с меньшим количеством независимых директоров в составе совета директоров [Bhagat, Black, 1999]. Исследование того же автора, проведенное годами позже, показало то же направление связи между независимостью совета директоров и операционной эффективностью американских компаний [Bhagat, Bolton, 2007]. Исследователи говорят о том, что само по себе присутствие независимого директора не сможет сделать совет и компанию более результативным. Во-первых, необходимо, чтобы на роль независимого директора принимались исключительно опытные люди, которые, не имея опыта работы в данной компании и в компаниях, с ней связанных, сумели принимать правильные решения. Во-вторых, независимые директора также должны быть наделены властью, в то время как остальные члены должны быть согласны с этой властью. В-третьих, в отсутствие лояльности к данной компании они должны быть замотивированы на увеличение богатства ее собственников. [Hsu, Wu, 2013] в своем исследовании пишут о том, что несмотря на распространенное мнение о том, что аффилированные зависимые директора способствуют возникновению конфликта интересов с акционерами, именно они осуществляют основные функции совета директоров, являясь своего рода советниками, в то время как независимые директора лучше всего исполняют свои функции в области контроля. Независимые директора не имеют ежедневных контактов со средой, в которой работает компания, по причине чего они могут испытывать недостаток квалифицированности и опыта при принятии участия в решении важных для компании проблем. Исследователи [там же] подошли к вопросу о роли независимых директоров в корпоративном управлении компании, с другой стороны. Согласно этому исследованию, которое было проведено по выборке британских компаний, доля независимых директоров в составе совета директоров оказалась положительно взаимосвязана с вероятностью банкротства компаний. Этот вывод также соотносится с мнением исследователей, которые считают эффект от присутствия независимых директоров в компании переоцененным [Adams, Ferreira, 2007].

Таким образом тема независимости совета директоров широко обсуждается в научных и правовых кругах, однако единой точки зрения на необходимость включения как можно большего количества независимых директоров в советы не существует. Случай каждой отдельной компании является уникальным и, согласно [Hermalin, Weisbach, 1991], для каждой компании можно составить индивидуальную наиболее эффективную в каждом данном случае структуру совета директоров.

- Разнообразие состава совета директоров

Важным аспектом, относящимся к Совету директоров, также является разнообразие его состава - национальное и гендерное. В литературе разнообразие состава совета директоров рассматривается как с положительных, так и с отрицательных сторон, так как вопрос весьма неоднозначный. Во-первых, разнообразие состава совета директоров говорит о разных подходах к решению проблем, большому количеству доступных ресурсов и связей, а во-вторых, создает риск конфликтов и недостаточной кооперации. Кроме того, считая первичным фактором именно разнообразие состава совета директоров, компании ставят себя под удар, так как директора, привносящие в состав совета разнообразие, могут иметь недостаточно необходимого опыта или квалификации, а также злоупотреблять своим положением [Ferreira, 2010].

Национальное разнообразие, с одной стороны, дает возможность распоряжаться бóльшим количеством информации, предлагая более обширный круг знаний и точек зрения [Pieterse et al., 2013], в том числе и знания о стране и культуре директора. Данная информация может пригодиться при поглощении компании-цели из другой страны: в работе [Masulis et al., 2012] отмечается, что компании, имеющие независимых директоров-иностранцев, проводят сделки по поглощению иностранных компаний с большим успехом, если независимый директор является гражданином этой страны.

С другой стороны, культурное разнообразие совета директоров приводит к проблемам, связанным с более медленными коммуникациями, сложностями в координации действий и недопониманием [Doney et al., 1998], [Anderson et al., 2011]. Опять же, прибегая к примеру со сделками поглощения, согласно [Ahern, 2012], чем «дальше» в культурном понимании находятся страны компании-покупателя и компании-цели, тем меньше вероятность на успех сделки поглощения для первой компании.

Некоторые также считают, что иностранные граждане в составе директоров могут привнести более современные иностранные практики в механизм корпоративного управления российской компании. Однако количество иностранных граждан в советах директоров российских компаний сократилось за 2014 год на 14% из-за введенных санкций в отношении России [Число иностранцев в советах директоров..., 2014].

Говоря о разнообразии состава совета директоров, важно упомянуть также и гендерный аспект, что подчеркивает Кодекс корпоративного управления Великобритании [The UK Corporate Governance Code, 2014], но упускает российский Кодекс. Британский кодекс корпоративного управления гласит, что для эффективной работы совета важны не

только опыт и квалификация, но и разнообразие гендерного состава членов совета директоров. Данное предписание может действительно повысить эффективность работы совета. Например, те норвежские компании, в советах директоров которых присутствует значительное число женщин (более трех), как правило, являются более «инновационными» [Torchia et al, 2011] с точки зрения создания и адаптации новых идей и моделей поведения в компании (в том числе, внедрения инновационных систем управления компанией и практик ведения бизнеса, а также содействия внедрению инноваций благодаря оптимизации организационной структуры и развитию человеческих ресурсов в компании). В данном случае разнообразие состава совета директоров действительно может дать значительное конкурентное преимущество фирме. Также наличие женщин в совете директоров некоторых компаний может положительно сказаться на управлении прибылью [Arun et al, 2015].

Авторы работы [Adams, Ferreira, 2009] утверждают, что женщины в составе совета директоров могут его «менять». Например, что касается посещаемости заседаний совета директоров, женщины-директора относятся более ответственно к участию в заседаниях. В то же время исследователи выяснили, что директора-мужчины также начинают посещать заседания чаще, если доля женщин в совете повышается. Исследователи также отмечают стиль поведения женщин, который может благоприятно сказываться на эффективности совета директоров: учет альтернативных точек зрения, партисипативность и ответственность [Березинец, Ильина, Черкасская, 2013]. Однако существует мнение о том, что роль женщин в совете директоров переоценена. [Ferreira, 2010] говорит о том, что некоторые организации, продвигающие роль женщин в бизнесе, публикуют разнообразные отчеты, где описывают влияние женщин в совете директоров на рост прибыли и рентабельности, апеллируя лишь к корреляционным связям, что на самом деле не дает возможности говорить о самой причинно-следственной связи. [Adams, Ferreira, 2009] также выявили прямую связь между долей женщин в совете директоров и финансовой результативностью компании, однако каузальность данной связи не доказана. Исследователи также предлагают взглянуть на данный вопрос с другой стороны: возможно более успешные компании склонны приглашать в совет директоров большее количество женщин.

Согласно опросу 2012 года, в советах директоров 50 крупнейших российских компаний [PWC, 2012] доля женщин в советах составляла 7%, а в 43% компаний женщины в качестве членов в совете директоров отсутствовали. Представители компаний из выборки отмечали, что в их компаниях отсутствуют политики по расширению разнообразия

гендерного состава совета директоров. По данным на 2014 год, доля женщин в советах директоров компаний из индекса S&P1500 составляла 23% [“Women on US boards. What are we seeing?”, 2014].

Система оплаты труда менеджмента

В научной сфере также поднимается вопрос о взаимосвязи структуры вознаграждения высшего менеджмента с результативностью компании. Х. Мехран в своем исследовании [Mehran, 1995] делает вывод о том, что именно форма, а не сам размер компенсаций мотивирует менеджеров увеличивать ценность компании. Согласно данному исследованию, эффективность компании имеет положительную взаимосвязь с долей вознаграждения высшего звена, привязанной к ценности собственного капитала.

Ввиду малой доступности информации о вознаграждениях исполнительных органов компании, эмпирические исследования, связывающие размер и структуру вознаграждения с финансовой результативностью компании, встречаются реже, чем исследования по советам директоров.

Некоторые работы посвящены структуре вознаграждений и результативности компаний. Так компании создают опционные программы с целью вознаграждения менеджмента, что с точки зрения [Jensen, Meckling, 1976], [Demsetz, Lehn, 1985], [Core, Guay, 1999] помогает сблизить интересы акционеров и менеджмента компании, то есть является одним из решений конфликта «агент-принципал». В то же время ряд исследователей признает неэффективность такой системы оплаты труда менеджмента [Murphy, 2002], [Larcker, 2003], ссылаясь в том числе на возникающие случаи злоупотребления ценными бумагами [Yermack, 1997].

Некоторые исследователи анализируют связь между долей менеджеров в капитале компании и ее рыночной оценкой. Согласно [Short, Keasey, 1999], при доле менеджеров выше 25% их интересы сближаются с интересами акционеров, и ценность компании растет. При сравнительно низкой доле в капитале (до 5%) ценность компании также увеличивается, однако при владении средней долей капитала от 5% до 25% возникает явление «окапывания менеджмента» (entrenchment), когда акционеры теряют контроль над менеджментом.

Часто предметом исследования становится вознаграждение генерального директора компании. [Jensen, Murphy, 1990] выяснили, что связь между богатством акционеров и выплатами CEO крайне мала, однако авторы доказали, что наиболее действенным вознаграждением с точки зрения увеличения ценности компании являются акции и опционы на акции компании.

Вознаграждение топ-менеджмента также может быть привязано к показателям результативности компании. Например, согласно исследованиям [Ehrbar, 1999], [Cordeiro, Kent Jr., 2001], компании, использовавшие EVA в качестве ключевых показателей эффективности для высшего менеджмента в компаниях, оказались более успешными, чем компании, не использовавшие данный показатель.

Система внутреннего контроля и аудита

Значимость системы внутреннего контроля и аудита не ставится под сомнение. В последнее время внутреннему аудиту как компоненту финансового менеджмента компании уделяется все больше внимания, как и его роли в формировании результатов деятельности компании. Существует не так много исследований на данную тему, в сравнении с другими механизмами корпоративного управления.

Финансовая и корпоративная стратегии опираются на эффективную работу внутренних систем компании, в чем служба внутреннего аудита играет большую роль. Внутренний аудит обеспечивает надежность систем внутреннего контроля и способствует налаживанию системы управления рисками. Система внутреннего аудита ставит акцент на исполнении работниками компании своих обязанностей по отношению к акционерам и другим заинтересованным сторонам [Eighme, Cashell, 2002].

Процессы внутреннего аудита вносят большой вклад в реализации стратегии и достижении компанией своих целей. Кроме того, служба внутреннего аудита ответственна за поддержку менеджмента и комитета по аудиту [Hutchinson, Zain, 2009].

Существует небольшое количество исследований, посвященных взаимосвязи системы внутреннего аудита и финансовой результативности компании. Некоторые исследования изучают размер комитета по аудиту при совете директоров и приходят к выводу о том, что слишком большое количество членов комитета приводит к размыванию ответственности и меньшей эффективности комитета [Shaver, 2005]. Некоторые исследователи считают размер комитета в 7-8 членов наиболее приемлемым, так как в таких условиях максимальное количество членов участвуют в дискуссии и способны сконцентрироваться на проблеме [Jensen, 1993].

Считается, что профессионализм, квалификация и опыт председателя и членов комитета по аудиту положительно связаны с финансовой результативностью компаний [Hillman, Dalziel, 2003], [Prawitt et al., 2009], [Hutchinson, Zain, 2009].

Таким образом, существует множество исследований, выявляющих взаимосвязь между характеристиками отдельных механизмов корпоративного управления и финансовой результативностью компании. Особое место в исследованиях на тему корпоративного управления посвящено структуре совета директоров и частности

независимым директорам, так как в теории независимые директора являются гарантией непредвзятости действий совета директоров. Однако

1.3.2. Индексы корпоративного управления и финансовая результативность

Помимо исследований взаимосвязи характеристик отдельных механизмов корпоративного управления и финансовой результативности компании, исследователи в также рассматривают систему корпоративного управления в целом как фактор финансовой результативности. Для этого исследователи вычисляют индексы корпоративного управления, которые характеризуют качество корпоративного управления в целом.

Существует большое количество индексов и рейтингов корпоративного управления, составляемых в дополнение нормативно-правовой базе для повышения общего уровня корпоративного управления и реализации концепции устойчивого развития в компаниях, а также для того, чтобы дать компаниям возможность дифференцировать себя на рынке [Grimminger, Benedetta, 2013]. Такие индексы обычно составляются биржами (например, Corporate Governance Index на шанхайской бирже SSE, FTSE Italia STAR на итальянской бирже Borsa Italiana, Indice IPC Sustentable на мексиканской бирже BMV) либо рейтинговыми агентствами (Рейтинг корпоративного управления «Эксперт РА», S&P Corporate Governance Quotient, TCL Board Effectiveness Rating). В основном методология составления данных индексов не раскрывается, а результаты рейтинга предоставляются за плату.

Данное исследование коснется индексов, составляемых в эмпирических работах с целью построения моделей. Методология таких индексов раскрывается самими исследователями и в общем подходит для включения в эконометрические модели.

[Shivdasani, Zenner, 2002] описывают многочисленные исследования, связывающие различные виды финансовой результативности компании и характеристики корпоративного управления в компаниях, акцентируя внимание на наличии положительной взаимосвязи между соблюдением принятых принципов корпоративного управления и результативности компании, что дает почву для размышлений о том, что многие принятые практики корпоративного управления положительно связаны с финансовой результативностью компании.

Проблема качества корпоративного управления и соблюдения лучших практик поднимается и в статье [Шипилова, 2010], где автор описывает различные методы формирования индексов качества корпоративного управления (соблюдения лучших практик корпоративного управления). Большая часть данных индексов основана на оценке

эффективности различных механизмов корпоративного управления: совета директоров, степени информационной прозрачности, системы внутреннего аудита и управления рисками и т.д. Исследователи тестируют различные гипотезы о взаимосвязи качества корпоративного управления с показателями эффективности компаний: как вводя переменные для каждой отдельной характеристики корпоративного управления, так и объединяя все переменные в единые индексы.

В исследованиях чаще всего для составления индексов используются следующие характеристики корпоративного управления: структура совета директоров, структура капитала, система вознаграждений, защита от поглощений, раскрытие финансовой информации, система внутреннего контроля, и квалификация членов совета директоров [Allen et al., 2004].

Исследователи [Larcker, Richardson, Tuna, 2007] строят индекс корпоративного управления по американским компаниям, объединяя 39 переменных, описывающих структуру совета директоров, структуру капитала, наличие держателей облигаций, вознаграждение менеджмента и защиту от поглощения. Авторы выяснили, что данные характеристики корпоративного управления практически не связаны с бухгалтерскими показателями компании, однако имеют объясняющую силу для будущих сверхдоходностей.

Исследователи [Gompers et al., 2003] выявили прямую зависимость между индексом корпоративного управления и доходностью акций американских компаний. Авторы также обнаружили, что инвестиционная стратегия, сопряженная с покупкой акций компаний с высоким индексом и продажей акций компаний с низкими значениями индекса, позволяет получить доходность на 8,5% выше рыночной. Исследователи также обнаружили значимую взаимосвязь между индексом корпоративного управления и коэффициентом Тобина. Авторы использовали индекс корпоративного управления, основанный на факторах, влияющих на права акционеров. Индекс строился следующим образом: были сформулированы принципы корпоративного управления, связанные с защитой прав акционеров, при нарушении каждого принципа компании начислялся 1 балл, далее сам индекс вычислялся как сумма нарушений всех принципов.

В другом исследовании качество корпоративного управления измерялось при помощи индекса, включающего в себя переменные по соблюдению лучших практик корпоративного управления в сфере вознаграждений ключевых исполнительных органов и членов совета директоров [Brown, Saylor, 2004]. Исследователи выявили взаимосвязь между индексом корпоративного управления для американских компаний, предоставленным ISS (Institutional Shareholder Services), и различными характеристиками

финансовой результативности компаний: рентабельность собственного капитала, маржа чистой прибыли, дивидендная доходность и коэффициент Тобина. Интересно, что исследователи также обнаружили обратную связь между качеством корпоративного управления, измеренным при помощи законодательных норм и финансовой результативностью.

Исследователи [Drobetz et al., 2004] выявили значимую взаимосвязь между комбинированным индексом корпоративного управления для немецких компаний и их финансовой результативностью, измеренной при помощи коэффициента Тобина и отношения рыночной ценности компании к ее бухгалтерской стоимости. Авторы самостоятельно составляли индекс по 30 переменным, разделенным на пять категорий: политика корпоративного управления, соблюдение прав акционеров, информационная прозрачность, менеджмент и совет директоров, а также процессы аудита в компании.

Ряд исследователей не выявили значимой взаимосвязи между финансовой результативностью и качеством корпоративного управления в компании, выраженным с помощью индекса корпоративного управления. К примеру [Rubach, Pico, 2005], используя методику ивент-стади для изучения реакции рынка на объявление о внедрении принципов корпоративного управления, не обнаружили значимой связи между данными событиями, однако выявили так называемый «эффект повального увлечения», согласно которому, внедрение принципов корпоративного управления в одних компаниях вынуждает сделать то же самое другие компании. Исследование проводилось по выборке американских компаний.

Другое исследование [Bauer et al., 2004] также не выявило зависимости между индексом корпоративного управления, построенным по выборке европейских компаний, и рыночной оценкой компании. Также авторы выявили негативную взаимосвязь между индексом корпоративного управления и показателями финансовой результативности европейских компаний. Таким образом, исследователи ставят под сомнение тот факт, что хорошее корпоративное управление повышает доверие акционеров к компании и ее рыночную ценность.

Более позднее исследование [Bhagat, Bolton, 2008] выявило взаимосвязь между индексом корпоративного управления для американских компаний, методика построения которого была аналогична [Gompers et al., 2003], и показателем операционной эффективности – рентабельностью активов, однако авторы не выявили значимой взаимосвязи с рыночными показателями. Авторы также выявили обратную взаимосвязь между независимостью совета директоров и операционной эффективностью компании. Также, рассуждая о владении членов совета директоров акциями компании, С.Бхагат и

Б.Болтон делают предположение о том, что ключом к пониманию качества корпоративного управления может стать доля акций компании во владении совета директоров, так как адекватная доля участия в компании может сблизить интересы совета директоров с финансовыми интересами акционеров, что приведет к росту ценности компании [Bhagat, Bolton, 2008].

В работе 2009 года [Bebchuk, Cohen, Ferrell, 2009] исследуют взаимосвязь соблюдения 24 практик корпоративного управления, предложенных американской некоммерческой организацией IRRC (Investor Responsibility Research Center), с доходностью и ценностью фирмы. Авторы обнаружили, что ухудшение качества корпоративного управления, согласно индексу, связано с уменьшением рыночной оценки фирмы и с отрицательной доходностью акций компании.

Таким образом, несмотря на логичность предположения о том, что качество корпоративного управления в компании положительно связано с ее финансовой результативностью, некоторые исследователи подтверждают обратное, либо не находят значимой взаимосвязи в принципе. Большое количество исследований на данную тему было проведено в США и Европе, однако в России данное направление пока не изучено, в том числе по причине сравнительно низкого уровня развития корпоративного управления и молодой рыночной экономики. Однако недавно выпущенное второе издание Кодекса корпоративного управления, ужесточения ММВБ по соблюдению принципов корпоративного управления, обязанность компаний раскрывать отчет о соблюдении принципов Кодекса корпоративного управления [О раскрытии информации ..., пп.70.3-70.4, 2014], а также в целом возросший интерес к качеству корпоративного управления в России вызывают интерес о наличии описанных взаимосвязей для российских компаний.

ГЛАВА 2. ВЫЯВЛЕНИЕ ВЗАИМОСВЯЗИ МЕЖДУ СООТВЕТСТВИЕМ ЛУЧШИМ ПРАКТИКАМ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ И ФИНАНСОВОЙ РЕЗУЛЬТАТИВНОСТЬЮ КОМПАНИИ

Данная глава посвящена непосредственно эмпирическому исследованию взаимосвязи соответствия лучшим практикам корпоративного управления и финансовой результативности компании. Прежде всего в главе сформулирована основная гипотеза исследования, а также приведена методология, с помощью которой, будет тестироваться гипотеза. Далее идет описание выборки, на которой будет проверена основная гипотеза, описательная статистика переменных, выбранных для исследования и результаты регрессионного анализа. В конце главы представлены выводы, сформулированные по итогам эмпирического исследования, а также даны практические рекомендации, основанные на результатах исследования.

2.1. Гипотеза и методология исследования

Первая глава данной работы, с одной стороны, посвящена анализу принципов корпоративного управления, которые принято считать лучшими практиками корпоративного управления в России и за рубежом. Следование данным практикам является добровольным выбором компании, однако может поспособствовать успеху в определенных направлениях ее развития (например, включение в котировальные списки высокого уровня). С другой стороны, в главе приводится обзор исследований, связывающих соответствие корпоративного управления в компаниях лучшим практикам с финансовой результативностью. Большое количество исследователей, работы некоторых из которых были описаны в предыдущей главе, склоняются к выводу о том, что большинство наиболее распространенных и обсуждаемых принципов корпоративного управления (например, касающихся структуры совета директоров компании) вносят существенный вклад в формирование положительных результатов деятельности компании. Некоторые исследователи используют совокупность принципов корпоративного управления в своих работах: например, индекс раскрытия информации [Ильина, Березинец, Орлова, 2009] или индекс корпоративного управления, включающий в себя практики сразу по нескольким внутренним механизмам корпоративного управления [Gompers, Ishii, Metrick, 2003], [Black, Love, Rachinsky, 2006], [Bebchuk, Cohen, Ferrell, 2008]. Большинство зарубежных исследователей выявляют положительное направление взаимосвязи между величиной таких индексов и финансовой результативностью компании, однако в России подобных исследований проведено еще не было. Кроме того, новые обновленные практики

корпоративного управления в России были приняты сравнительно недавно (новая редакция Кодекса корпоративного управления, опубликованная в 2014 году), в связи с чем появился интерес к факту исполнения принципов (или соблюдения практик) в российских компаниях. Исходя из этого основной вопрос данного исследования может быть сформулирован следующим образом: «Существует ли взаимосвязь между соответствием российских компаний лучшим практикам корпоративного управления и их финансовой результативностью?».

Для того, чтобы ответить на данный вопрос была сформулирована *гипотеза исследования*:

H₁: Имеет место положительная взаимосвязь между уровнем соответствия лучшим практикам корпоративного управления и финансовой результативностью в российских публичных компаниях.

2.1.1. Регрессионная модель с рыночным показателем финансовой результативности

Для проверки гипотезы была построена линейная многофакторная регрессионная модель - методология, используемая в большинстве зарубежных исследований, касающихся корпоративного управления.

Для того, чтобы выявить взаимосвязь между соответствием компании лучшим практикам корпоративного управления и ее финансовой результативности, было необходимо определить базовую модель, включающую в себя зависимую переменную, отражающую финансовую результативность и контрольные переменные, ее определяющие. По итогам обзора основных показателей финансовой результативности в первой главе был выбран рыночный показатель - коэффициент Тобина. Выбор был обоснован тем, что, во-первых, именно рыночные показатели финансовой результативности лучше всего отражают качество корпоративного управления в компании, так как они непосредственно связаны с ростом благосостояния акционеров. Проведение обзора литературы на тему взаимосвязи корпоративного управления и финансовой результативности показало, что наиболее распространенным рыночным показателем является именно коэффициент Тобина.

Общий вид модели исследования можно представить следующим образом:

$$TQ_i = \beta_0 + \beta_1 Bidask_i + \beta_2 Lev + \beta_3 Size_i + \beta_4 Index_i + \varepsilon_i, \quad (5)$$

где TQ_i – коэффициент Тобина для компании i , где $i = 1, 2, 3, \dots, N$;

$Bidask_i$ – относительная разница между ценой покупки и продажи акций компании;

Lev_i – финансовый рычаг;

$Size_i$ – размер компании, выраженный натуральным логарифмом совокупных активов;

$Index_i$ – индекс лучшим практикам корпоративного управления;

$\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$ – неизвестные параметры;

ε_i – случайная величина, характеризующая факторы, не учтенные в модели; предполагается, что для ε соблюдаются условия Гаусса-Маркова.

В качестве контрольных переменных были выбраны показатели среднегодового бид-аск спреда, финансовый рычаг и аппроксимация размера фирмы – логарифм совокупных активов. Данная модель была использована в исследовании [Ильина, Березинец, Орлова, 2009], где авторы находили взаимосвязь между финансовой результативностью фирмы, выраженной коэффициентом Тобина и индексом раскрытия информации для российских компаний.

Подобная спецификация базовой модели часто используется в исследованиях по корпоративному управлению. Финансовый рычаг во многих исследованиях используется в качестве фактора финансовой результативности компании [Cormier et al., 2009], [Bollen et al., 2006], равно как и размер компании, выраженный логарифмом активов компании [Bollen et al. 2006], [Liu, Eddie, 2007].

2.1.2. Регрессионная модель с бухгалтерским показателем финансовой результативности

Следуя за некоторыми исследованиями [Bhagat, Bolton, 2007], [Adams, Ferreira, 2008], [Bhagat, Bolton, 2009], в данной работе также будут приведены результаты регрессионного анализа, где в качестве зависимой переменной использован бухгалтерский показатель финансовой результативности – рентабельность активов. Дело в том, что указанные исследования обнаружили противоположные направления взаимосвязи между характеристиками корпоративного управления и финансовой результативностью, измеряемой в одном случае с помощью рыночного показателя, а в другом – с помощью бухгалтерского. В качестве бухгалтерского показателя был выбран показатель рентабельности активов, так как он является наиболее распространенным бухгалтерским показателем финансовой результативности в исследованиях на тему корпоративного управления.

Общий вид модели, где в качестве зависимой переменной используется рентабельность активов выглядит следующим образом:

$$ROA_i = \beta_0 + \beta_1 Lev + \beta_2 Sales_i + \beta_3 Index_i + \varepsilon_i, \quad (6)$$

где ROA_i – коэффициент рентабельности активов для компании i , где $i = 1, 2, 3, \dots, N$;

Lev_i – финансовый рычаг;

$Sales_i$ – размер компании, выраженный натуральным логарифмом выручки;

$Index_i$ – индекс соответствия лучшим практикам корпоративного управления;

$\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3$ - неизвестные параметры;

ε_i – случайная величина, характеризующая факторы, не учтенные в модели; предполагается, что для ε соблюдаются условия Гаусса-Маркова.

В базовую модель с зависимой переменной ROA вошли коэффициент финансового рычага и размер компании, выраженный через логарифм величины выручки. В данном случае нельзя использовать активы в качестве аппроксимации размера компании, так как в этом случае зависимая переменная будет связана с независимой функционально. Подобные контрольные переменные были использованы и в других исследованиях на тему корпоративного управления [Barber, Lyon, 1996], [Nicholson et al., 2003], [Bhagat, Bolton, 2007], [Core, Guay, Rusticus, 2007].

2.1.3. Описание переменных

Подробное описание переменных представлено в таблице 2.1 (все показатели собраны на конец 2014 года, или в случае бид-аск спреда – за период 2014 года).

Таблица 2.1 Описание переменных

Переменная	Описание
Зависимые переменные	
TQ (модель 1)	Коэффициент Тобина – показатель, характеризующий финансовую результативность деятельности компании, вычисляемый по формуле: $TQ = \frac{MV}{TA},$ где MV – рыночная капитализация, TA – величина совокупных активов
ROA (модель 2)	Рентабельность активов, показатель, характеризующий финансовую результативность деятельности компании, вычисляемый как отношение чистой прибыли на величину совокупных активов на конец 2014 года: $ROA = \frac{NI}{TA},$ где NI – чистая прибыль компании, TA – величина совокупных активов
Независимые переменные	
Bidask (модель 1)	Среднегодовой бид-аск спред цен на акции компании (<i>bid-ask spread</i>), переменная, характеризующая ликвидность акций компании. Вычисляется по формуле: $Bid - ask\ spread = \frac{ask - bid}{ask} * 100\%,$ где ask – цена предложения на акцию, bid – цена спроса на акцию

Lev (модели 1 и 2)	<p>Финансовый рычаг, переменная характеризующая структуру капитала компании, вычисляемая как отношение величины совокупных обязательств к величине собственного капитала компании на конец 2014 года:</p> $Lev = \frac{Total\ Debt}{Total\ Equity}$ <p>где Total Debt – величина совокупных обязательств, Total Equity – величина собственного капитала компании</p>
Size (модель 1)	<p>Переменная, характеризующая размер компании, вычисляемая как натуральный логарифм от величины совокупных активов компании на конец 2014 года: $\ln(TA)$, где TA – совокупные активы</p>
Sales (модель 2)	<p>Переменная, характеризующая размер компании, вычисляемая как натуральный логарифм от величины годовой выручки компании за 2014 год: $\ln(Sales)$, где $Sales$ – годовая выручка</p>
Index (модели 1 и 2)	<p>Индекс соответствия лучшим практикам корпоративного управления, составленный по 7 категориям принципов корпоративного управления по Методу главных компонент</p>

Отдельно стоит отметить, что в исследовании намеренно не использовалось деление компаний по отраслям при помощи бинарных переменных, так как было выдвинуто предположение о том, что в данном случае при оценке компании при помощи рыночного показателя (коэффициента Тобина) для акционера нет разницы, к какой отрасли принадлежит компания. То есть с точки зрения ценности, создаваемой компанией на ее активы, акционеры оценивают не столько форму, сколько содержание – в данном случае наличие эффективно работающих механизмов корпоративного управления. Кроме того, Кодекс корпоративного управления предлагает общие принципы корпоративного управления, не разделяя их на отрасли, что говорит о том, что в данном случае не имеет смысла специфицировать принципы корпоративного управления по отраслям.

Отраслевую принадлежность также решено было не включать и в модель с переменной ROA, так как в таком случае она не была значимой.

Индекс соответствия лучшим практикам корпоративного управления

Отдельно необходимо выделить описание составления индекса соответствия лучшим практикам корпоративного управления – независимой переменной, с помощью которой проводилось тестирование гипотез исследования. Методика построения индекса соответствия лучшим практикам корпоративного управления аналогична методике, использованной в исследованиях, [Gompers, Ishii, Metrick, 2003], [Black, Love, Rachinsky, 2006], [Ильина, Березинец, Орлова, 2009], где авторы строят разнообразные индексы корпоративного управления на основе нескольких десятков показателей. В соответствие с

фактом выполнения, частичного выполнения или невыполнения каждого принципа компаниям начислялось соответствующее количество баллов, которые потом суммировались по каждой категории. Индекс объединял данные категории с учетом присвоения весовых коэффициентов каждой категории.

Авторы одного из самых цитируемых исследований на тему индекса корпоративного управления [Gompers, Ishii, Metrick, 2003] строили индекс, используя 24 «правила» корпоративного управления. Они начисляли каждой компании «штрафные» баллы за невыполнение правил, соответственно, считалось, что в тех компаниях, которые набрали меньшее количество баллов, лучше соблюдаются права акционеров.

В данном исследовании индекс был построен по похожей методике, однако баллы начислялись за выполнение принципов. Для того, чтобы учесть все множество лучших практик корпоративного управления, принятых в России, в состав индекса вошел 41 показатель, которые были разделены на 7 категорий принципов, согласно Кодексу корпоративного управления издания 2014 года. По каждой категории показателей компании выставлялись баллы в соответствии с соблюдением, частичным соблюдением или несоблюдением каждого принципа Кодекса: 1, 0.5 и 0 баллов, соответственно. Подробное описание показателей, заимствованное из Кодекса корпоративного управления, по каждой категории представлено в приложении 2. Все данные для составления индекса были собраны с помощью годовых отчетов компаний на отчетную дату конца 2014 года.

Индекс рассчитывался как взвешенная сумма баллов по каждой категории, веса определялись с помощью Метода главных компонент (*Principal component analysis*), примененного с помощью программы Stata (функция «*pca*»). Таким образом, каждой категории был присвоен весовой коэффициент (таблица 2.2). Все веса оказались адекватны размеру выборки, согласно критерию Кайзера-Мейера-Олкина. Это говорит о том, что факторный анализ (метод главных компонент) может быть использован для данной выборки. Все веса получили высокие оценки по критерию (более 0.8), следовательно, степень адекватности выборки для анализа можно охарактеризовать как высокую.

Таблица 2.2 Категории, входящие в индекс соответствия лучшим практикам корпоративного управления

Категория	Количество принципов	Весовой коэффициент
К1. Права акционеров и соблюдение равенства условий	4	0.11
К2. Совет директоров	11	0.16
К3. Корпоративный секретарь	3	0.14
К4. Система вознаграждения членов совета директоров и ключевых исполнительных органов	4	0.1
К5. Система управления рисками и внутреннего контроля	6	0.15
К6. Раскрытие информации и информационная политика	11	0.2
К7. Существенные корпоративные действия	2	0.14

Подробное описание принципов корпоративного управления по каждой категории, согласно Кодексу корпоративного управления и требований Банка России о раскрытии информации о корпоративном управлении, представлено в Приложении 2.

Исходя из значений весовых коэффициентов, формулу для расчета взвешенного индекса соответствия лучшим практикам корпоративного управления можно представить следующим образом:

$$\text{Индекс}_{\text{взвеш}} = 0.11 * K_1 + 0.16 * K_2 + 0.14 * K_3 + 0.1 * K_4 + 0.15 * K_5 + 0.2 * K_6 + 0.14 * K_7, (7)$$

Исходя из полученных весовых коэффициентов и максимального количества баллов, которые компания может получить за соблюдение принципов корпоративного управления в каждой категории, можно сказать о том, что наиболее «влиятельными» категориями индекса, которые вносят наибольший вклад в его значение стали Категория 2 «Совет директоров» и Категория 6 «Раскрытие информации и информационная политика». Совет директоров принято считать основным механизмом корпоративного управления, так как именно совет директоров осуществляет стратегическое управление компанией в том числе от лица акционеров. Раскрытие информации – другой важный механизм, посредством которого акционеры узнают о состоянии дел в компании, принимаемых решениях и прочих сведениях, затрагивающих интересы акционеров.

Вслед за выбором методологии был проведен сбор и анализ данных.

2.2. Формирование выборки и описательная статистика

Акционерные общества делятся российским законодательством на публичные и непубличные [ГК РФ, ст. 66.3, ред. от 31.01.2016]. Публичные общества могут привлекать акционерный капитал путем публичного размещения своих акций. Предлагать свои акции

компания может как на биржевых (в России это ММВБ), так и на внебиржевых рынках. Для листинга акций на бирже компания должна соответствовать определенным стандартам, прописанным в требованиях биржи, в том числе это касается и подробного раскрытия корпоративной информации. Поэтому для проведения анализа были выбраны все российские публичные компании, акции которых активно торгуются на Московской бирже (акции таких торговались в течение года до даты, для которой проводилось исследование). В выборку не вошли финансовые компании по причине разных требований к раскрытию информации, а также компании, необходимая информация по которым отсутствовала. Все данные были собраны на конец 2014 отчетного года. Для исследования был выбран именно 2014 год, так как на момент написания работы многие компании еще не опубликовали годовую отчетность за 2015 год. Также именно в 2014 году вышла новая редакция Кодекса корпоративного управления, соблюдение принципов которого исследуется в данной работе.

Для исследования было собрано 2 вида данных: финансовые данные для вычисления показателей результативности и данные, касающиеся корпоративного управления компании. Финансовые данные были получены с помощью базы данных СПАРК, а также из квартальных и годовых бухгалтерских отчетов компаний. Данные о корпоративном управлении были получены с помощью годовых и квартальных отчетов, базы данных СКРИН, сайтов компаний и крупных новостных лент.

После удаления выбросов в выборке осталось 165 компаний (приложение 1). В силу специфики российского бизнеса большая часть компаний выборки – 42% или 70 компании - работают в топливно-энергетической отрасли (добыча, производство и переработка нефти, угля и газа, а также генерирование и распределение энергии). Относительно большая доля также приходится на компании химической промышленности – 12% или 20 компаний, и компании, машиностроительного сектора – 8% или 13 компаний. Также в выборку вошли компании из отрасли телекоммуникаций, производства точной и вычислительной техники, легкой промышленности, транспортной отрасли и строительства (рис. 2.1).

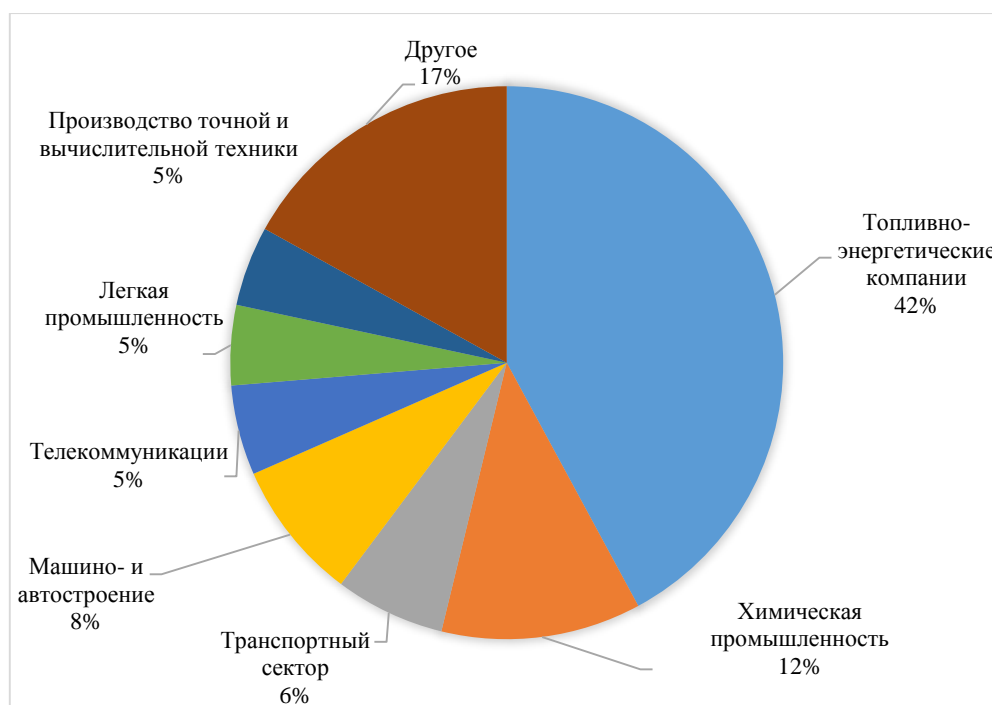


Рис. 2.1 Распределение компаний выборки по отраслям

Большая часть компаний из выборки была образована в 1993-2007 гг. (100 компаний) в период приватизации. Средний возраст компании по выборке составил 31 год, однако медианное значение оказалось меньше и приняло значение 20 лет. Это значит, что в выборке есть компании значительно более старые, чем остальные. Действительно, самой «старой» компанией стал Центральный телеграф, образованный в 1852 году.

Описательная статистика переменных по описанной выборке представлена в таблице 2.3.

Таблица 2.3 Описательная статистика переменных

Переменная	Среднее значение	Стандартное отклонение	Минимум	Максимум
TQ	0.943	0.493	0.030	2.614
Bidask	0.076	0.107	0.0001	0.578
Size	16.866	2.127	11.718	23.118
Lev	0.509	0.323	0.000	1.731
ROA	0.023	0.069	-0.255	0.245
Index	3.210	1.724	0.000	6.436
Sales	21.945	5.622	0.000	29.090

Интересно то, что среднее значение коэффициента Тобина не превышает единицы. Это говорит о том, что в среднем у компаний не получается создавать дополнительную ценность на вложения акционеров. Кроме того, следует отметить и общий спад экономики

на момент конца 2014 года. По данным РБК, российский рынок акций упал на 21% только в декабре 2014 года [Российский рынок акций обвалился в декабре на 17,1%]. Например, акции таких крупных компаний как «Газпром» и «Уралкалий» за декабрь упали примерно на 9-10%, акции «Ростелекома» - на 20%, акции «МТС» за декабрь потеряли более 30% в цене. Факт падения цен на акции российских компаний объясняет столь низкое значение среднее значение коэффициента Тобина.

Самые высокие значения финансового рычага показали компании «ЗИЛ», «Корпорация “Иркут”» и «Мурманская ТЭЦ» (более 1,4). Все три предприятия являются капиталоемкими, так как первые два связаны с машиностроением, а третье с производством электроэнергии. Кроме того, высокий уровень долга «Мурманской ТЭЦ» можно объяснить и по-другому. Компания нуждается в средствах, из-за большого числа должников. На момент 30 ноября 2014 года число злостных неплательщиков компании превышало число добросовестных более, чем в два раза. Общая сумма задолженности перед ТЭЦ на тот момент составила 2,921 млрд рублей [Рейтинг потребителей «Мурманской ТЭЦ», 2014]. Для сравнения капитализация компании на конец 2014 года составила 43,5 млн рублей. Самые низкие значения коэффициента финансового рычага получили в основном компании, не принадлежащие к сектору тяжелой промышленности: «Живой офис» (осуществляет торговлю офисными принадлежностями), «Мультисистема» (строительный холдинг), «Наука-Связь» (предоставляет телекоммуникационные услуги), и «ГУМ» (торговый комплекс).

Самыми неликвидными компаниями, согласно коэффициенту бид-аск спреда, стали компании «Коммунар» (производитель бумаги), «Камчатскэнерго» (энергетическая компания) и завод «Звезда» (производитель дизельных двигателей), для них бид-аск спред составил более 50%. Наиболее ликвидными компаниями, согласно этому критерию, являются «Роснефть», «Новатэк», «Газпром», «Лукойл» и «Норильский Никель» (величина бид-аск спреда для этих компаний составила менее 0,12%). Акции этих компаний включены в котировальный список первого уровня ММВБ.

Компаниями с самой высокой отдачей на активы стали «Наука-Связь», «Сургутнефтегаз» (нефте- и газодобывающая компания), «Соллерс» (автомобилестроительная компания) и «Протек» (фармдистрибьютор) с показателями ROA выше 16%. Самые нерентабельные компании на конец 2014: «Новосибирскэнерго», «НМТП» (морской порт) и «Русские навигационные технологии» (мониторинг транспорта, разработчик ГЛОНАСС). Данные компании получили большие убытки по итогам 2014 года и их показатели рентабельности активов составили менее -20%. В середине 2014 года компания «РНТ» («Русские навигационные технологии») заявляла о собственном

банкротстве [Навигация довела до банкротства, 2014], однако продолжает работать до настоящего времени.

Самые высокие оценки по индексу соответствия лучшим практикам корпоративного управления получили компании «Северсталь», «Норильский Никель» и «Татнефть». Данные компании удовлетворили более чем 92% рекомендациям Кодекса. 13 компаний из выборки не соблюдают ни одного принципа корпоративного управления, вынесенного в Кодекс. Это такие компании как «Распадская» (угольная компания), «ТГК-6», «Коммунар», «Останкинский мясоперерабатывающий комбинат» и другие. В среднем значение индекса составило 3,21, что соответствует соблюдению примерно 51% рекомендаций Кодекса.

На рис. 2.2 показано распределение компаний из выборки по степени соблюдения принципов корпоративного управления в каждой категории (в среднем).

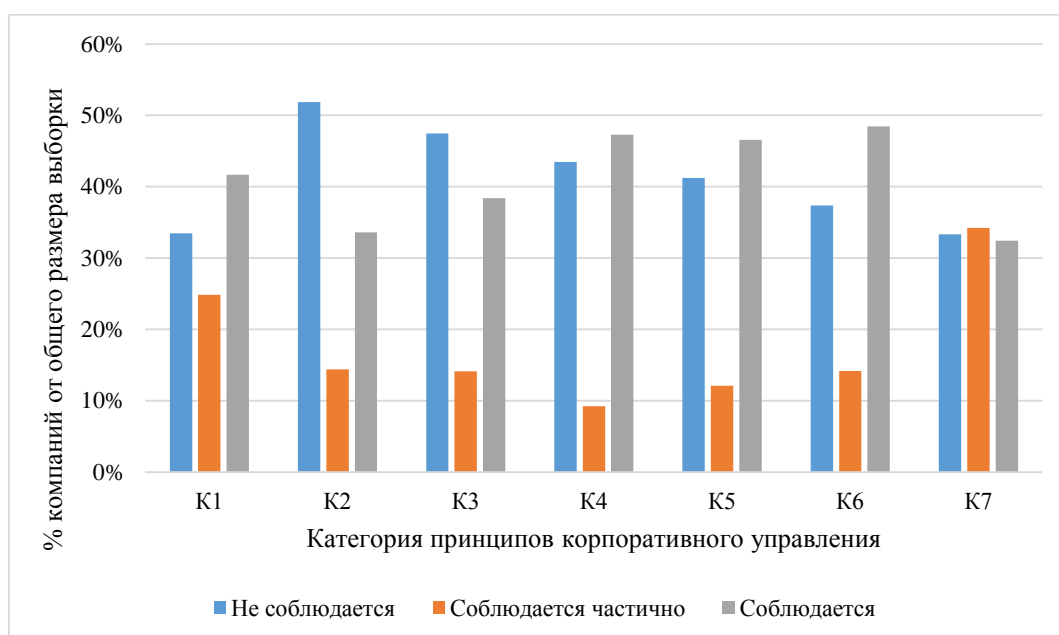


Рис. 2.2 Распределение компаний выборки по степени соблюдения принципов корпоративного управления каждой категории

На графике видно, что в 4 категориях из 7 доля компаний, которые соблюдают лучшие практики корпоративного управления, выше доли компаний, их не соблюдающих. В этих случаях процент компаний, которые соблюдают принципы корпоративного управления составил более 40%. Принципы из категории «Совет директоров» соблюдались компаниями из выборки реже всего – в среднем 52% компаний не соблюдают принципы, связанные с основным механизмом корпоративного управления. В среднем в 47% случаях компании не соблюдают принципы о корпоративном секретаре.

Характеристика корпоративного управления в компаниях

Каждая компания, попавшая в выборку, была проанализирована с точки зрения соблюдения принципов корпоративного управления, на основе которых строился индекс

соответствия лучшим практикам корпоративного управления в данном исследовании. Ниже приведено описание механизмов корпоративного управления, согласно полученным данным.

Соблюдение прав акционеров и равенства условий

Первая категория принципов корпоративного управления касается соблюдения прав акционеров и обеспечения равенства условий. Категория включает в себя 4 принципа, которые в среднем выполняют 42% компании из выборки. Более половины компаний (55%) утвердили документ, регламентирующий процедуры созыва и проведения общего собрания акционеров, в том числе публикацию информации о дате составления списка лиц, имеющих право на участие в собрании, а также предоставление акционерам необходимых материалов и информации для эффективного проведения общего собрания. Также значительная доля компаний из выборки (28%) соблюдает данную рекомендацию частично, и лишь 17% компаний игнорируют данную практику. Большинство компаний (72%) во время подготовки и проведения собрания акционеров предоставляют возможность задавать вопросы напрямую ключевым исполнительным органам, членам комитетов, главному бухгалтеру и аудиторам. Кодекс также рекомендует закреплять данное право в Уставе компании или иных документах, эту рекомендацию соблюдает 48% компаний.

Треть компаний из выборки соблюдают принцип о недопустимости искусственного перераспределения контроля в организации. Согласно рекомендации Кодекса, данный принцип должен быть зафиксирован во внутренних документах компании. Некоторые компании в годовых отчетах оправдывают несоблюдение данного принципа тем, что несмотря на отсутствие нормативного описания принципа недопустимости искусственного перераспределения контроля, фактически он соблюдается, хотя это нельзя проверить никоим образом. В число таких компаний входят ПАО «Аэрофлот» и ПАО «Квадра». Кроме того, некоторые компании считают данный принцип неприменимым, так как он описывает ситуации перераспределения контроля только при помощи привилегированных и квазиказначейских акций, которых у компании может и не быть (например, «Русгрейн» и ПАО «Селигдар»). Тем не менее такие компании не учитывают другие возможности искусственного перераспределения корпоративного контроля.

Примерно 34% компаний утвердили документ, регламентирующий дивидендную политику, включая порядок определения размера чистой прибыли, направляемой на выплату дивидендов, условия выплаты дивидендов и их минимальный размер. Также эти компании приняли на себя обязательство публиковать в Интернете документы, связанные с дивидендной политикой компании. Положение о дивидендной политике ПАО «Уралкалий» можно найти как на сайте компании, так и в Центре раскрытия корпоративной информации Интерфакс. В положении компании описаны порядок принятия решения и условия выплаты, порядок

определения размера, сроки выплаты, ответственность компании за неполную или несвоевременную выплату дивидендов, а также порядок информирования акционеров.

Приведем также пример компании «Армада», которая заявляет о несоблюдении всех четырех принципов о правах акционеров. В 2014 году в компании произошел большой корпоративный конфликт, который был спровоцирован резким падением прибыли по итогам 2013 года и подозрениями на вывод крупной суммы денег из компании. В течение 2014 года менеджмент отказывал акционерам в праве созыва общего собрания, а также нарушал право акционеров на выдвижение кандидатур в совет директоров [«Армада» поспорила с акционером, 2014]. Корпоративный конфликт и манипуляции с акциями компании [Акционеры «Армады» соберутся 21 июля в Москве, 2014] привели к обвалу цен на акции и недовольству менеджментом компании со стороны акционеров [Основатели РБК Каплун и Моргульчик..., 2014]. В данном случае компанией не соблюдается закон «Об акционерных обществах» в части права на созыв внеочередного общего собрания [Об акционерных обществах, 1995, ст. 55], также менеджмент компании пренебрежительно отнесся к акционерам, тем самым нарушив право акционеров на управление компанией в их интересах. Данный случай хорошо иллюстрирует проявление оппортунистического поведения со стороны менеджмента компании и несоблюдение прав акционеров.

Совет директоров

Средний размер совета директоров по выборке составил 9 членов. Чаще всего компании создают советы директоров размером 7, 9 и 11 членов, что в первых двух случаях является законодательной минимальной нормой для компаний с определенным числом акционеров (рис. 2.3). Советы в основном состоят из мужчин, доля женщин составляет около 13%, что в численном выражении равно примерно одному месту в совете директоров.

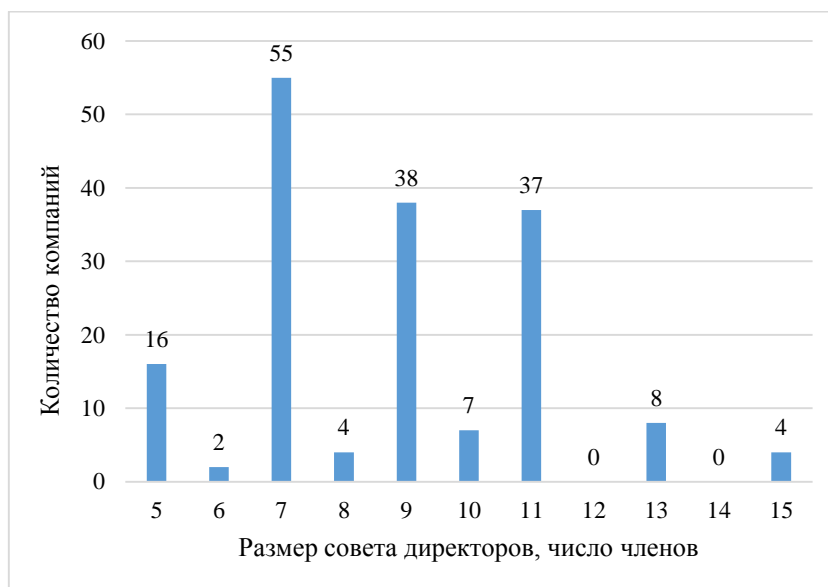


Рис. 2.3 Распределение размера совета директоров по компаниям выборки

Средняя доля исполнительных директоров в компаниях выборки составила 20%. При этом средняя доля исполнительных директоров, рассчитываемая только по подвыборке компаний, где они присутствуют, составила 26%, что больше максимальной законодательной нормы в 25%. В 30% компаний по выборке нарушается данная законодательная норма, в таких компаниях доля исполнительных директоров в совете директоров варьируется от 27% до 100%. В 17,5% случаев (28 компаний) совет директоров состоит полностью из неисполнительных директоров.

Более половины компаний (56%) не соответствуют одной из лучших практик корпоративного управления, связанной долей независимых директоров в составе совета директоров. Такие компании имеют менее трети независимых директоров. Ровно 33% компаний в своих годовых отчетах указывают, что доля независимых директоров в советах этих компаний составляет не менее трети. Это же количество компаний регулярно проводит проверку соответствия независимых директоров критериям независимости, указанным в Кодексе. 39% компаний заявляют о полном соответствии независимых директоров в советах данным критериям.

Согласно исследованию независимости членов совета директоров, которое было проведено параллельно с данной работой, в 27% компаниях из выборки присутствуют независимые директора (47 компаний). В среднем доля независимых директоров в советах таких компаний составила 18% или 1,65 директора, учитывая средний размер совета директоров в этих компаниях. Число независимых директоров по подвыборке из 47 компаний варьируется от 1 до 4. Лишь в одной компании количество независимых директоров достигло 4 – ГМК Норильский Никель. В советах директоров 27 компаний (16% от общей выборки) присутствует 1 независимый директор, в 14 компаниях из выборки в советах заседает 2 независимых директора, и в 5 компаниях этот показатель равен 3.

Также более половины компаний из выборки соблюдают рекомендации Кодекса корпоративного управления о создании комитетов при совете директоров (56% по выборке). Чаще всего российские компании создают комитет по аудиту, доля таких компаний в выборке составила 55%, комитет по номинациям и вознаграждениям присутствует в 44% компаний, а комитет по стратегии имеют чуть больше трети (34%) компаний. Почти во всех случаях, кроме одного, в компаниях, в которых есть комитет по назначениям и вознаграждениям, также есть и комитет по аудиту. Кроме того, 27% компаний создают и другие комитеты при совете директоров, связанные со спецификой деятельности компании, например, комитет по безопасности, комитет по инвестированию, комитет по бюджету и финансам, комитет по раскрытию информации, комитет по

надежности, комитет по безопасности труда, комитет по работе с акционерами и так далее (рис 2.4).

Однако не все компании включают в комитеты при совете директоров независимых директоров. Согласно данным, предоставленным в годовых отчетах компаний, примерно половина компаний из числа создавших комитет по аудиту (27% компаний) включают в состав комитета по аудиту исключительно независимых директоров. Вместе с тем 19% компаний имеют комитеты, в которые включены только независимые директора. Ежегодную оценку качества работы совета директоров проводят только 24% компаний.

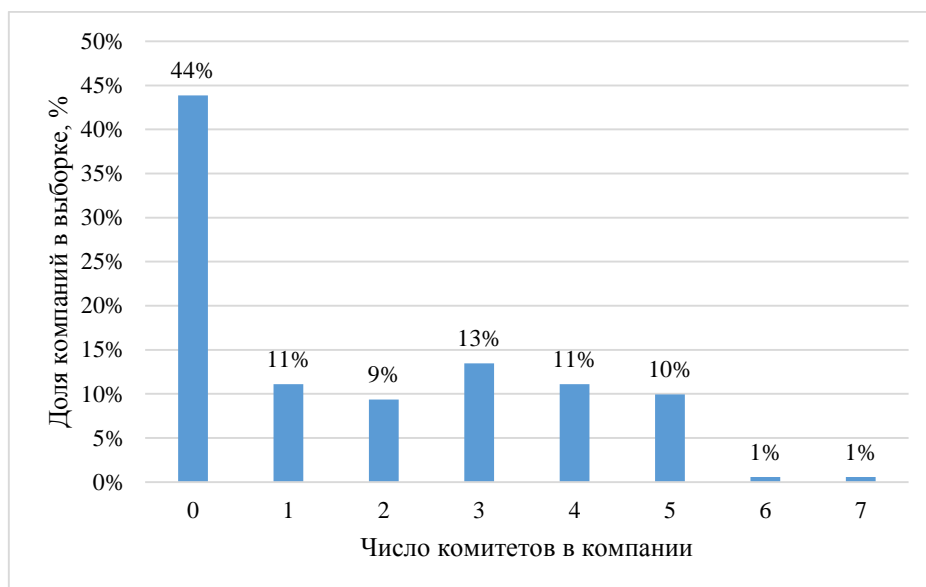


Рис. 2.4 Распределение числа комитетов совета директоров по компаниям выборки

Корпоративный секретарь

Половина (50%) компаний из выборки имеют корпоративного секретаря, назначаемого советом директоров. Около 40% компаний принимают специальный документ, регламентирующий права и обязанности секретаря, подотчетного совету директоров. В 26% компаний корпоративный секретарь не занимает других должностей внутри компании.

В Кодексе корпоративного управления корпоративному секретарю уделяется небольшое внимание, по сравнению с другими механизмами корпоративного управления. Однако, согласно исследованию РИД, более 2/3 руководителей считают, что наличие должности корпоративного секретаря в компании способствует улучшению качества корпоративного управления [РИД, 2013].

Система вознаграждения членов совета директоров, исполнительных органов и иных ключевых руководящих работников общества

Большинство компаний (61%) полностью регламентируют выплаты, осуществляемые членам совета директоров и исполнительным органам. Еще 8% компаний регламентируют вознаграждения частично. В половине компаний отсутствуют опционные программы с правом реализации акций компании для членов совета директоров. Треть компаний по выборке в качестве вознаграждения членам совета директоров устанавливает исключительно фиксированное вознаграждение. Что касается вознаграждений ключевых исполнительных органов, 45% компаний из выборки создают долгосрочные программы мотиваций для высшего звена служащих.

Система управления рисками и внутреннего контроля

Согласно принципам корпоративного управления, совет директоров должен определять подходы к системе управлению рисками и внутреннего контроля. Данная практика используется в 59% компаний из выборки. Отдельное структурное подразделение по управлению рисками и внутреннему контролю создано в 54% компаний. Некоторые компании не выделяют отдельного подразделения, для осуществления данных функций. В таком случае компании объясняют это тем, что данная ответственность полностью возложена на совет директоров компании, как, например, в компании «Квадра». Ресторанный холдинг «Росинтер» комментирует несоблюдение данного и других принципов отсутствием законодательного требования к его исполнению, несмотря на то, что по сути весь Кодекс корпоративного управления носит лишь рекомендательный характер и никоим образом не повторяет требования, изложенные в законе «Об акционерных обществах». Агрохолдинг «Русгрейн» иначе объясняет причину несоблюдения данного принципа, ссылаясь на малочисленность штата сотрудников для создания отдельного подразделения по управлению рисками и внутреннему контролю.

Около 47% компаний внедрили антикоррупционную политику, согласно принципу о недопущении коррупции. Еще 13% компаний заявляют о том, что частично соблюдают данный принцип, мотивируя это шагами к формированию корпоративной культуры и процедур в компании, не допускающей возможность коррупции. Компания «ЗИЛ» приводит пример принятия положения о закупках, не допускающего коррупции. ПАО «Мосэнерго» приводит и другие документы, косвенно связанные с антикоррупционной политикой компании: Положение об управлении корпоративной защиты, Кодекс деловой этики, Положение о закупках товаров, работ и услуг и Регламент по проведению аудита поставщиков ТМЦ Общества [Годовой отчет ПАО «Мосэнерго», 2014]. Таким образом, компании частично

выполняют рекомендацию Кодекса, отказываясь, однако, от внедрения систематических антикоррупционных мер.

Кроме того, Кодекс рекомендует создавать отдельное подотчетное совету директоров подразделение, отвечающее за проведение внутреннего аудита. 37% компаний создают такие подразделения, однако в некоторых из них служба внутреннего аудита не является подотчетной совету директоров, а, к примеру, генеральному директору, как в компании «Мосэнерго». Сама компания объясняет это наличием внутренних документов, устанавливающих ответственность генерального директора в эффективном проведении внутреннего контроля.

Политика в области внутреннего аудита утверждена в 48% компаний. В среднем в половине компаний из выборки не утверждены принципы и процедуры внутреннего контроля и управления рисками.

Раскрытие информации и информационная политика компании

Кодекс корпоративного управления выносит 11 рекомендаций, касающихся раскрытия информации и информационной политики компании. В среднем в 29% компаний не утверждена информационная политика компании, в рамках которой могли бы проводиться информационные встречи, презентации, а также ведение интернет-страницы с ответом на вопросы акционеров. Подобные политики полностью внедрены в 50% компаний из выборки, еще 21% указывают на то, что не полностью соблюдают принцип об информационной политике. Компания «Уральская кузница» в своем годовом отчете обращает внимание на то, что в рамках реализации информационной политики компанией было принято множество документов, с помощью которых компания реализует принцип доступности информации: положения «О коммерческой тайне», «Об инсайдерской информации», «О персональных данных», «О классификации информации ограниченного доступа» и прочее. В отчете компании также указано, что основным ресурсом раскрытия информации является ее сайт <http://www.uralkuz.ru/>. Действительно, компания раскрывает все необходимые корпоративные документы вовремя и публикует их на сайте, а также в Центре раскрытия корпоративной информации Интерфакс [Карточка компании ПАО «Уралкуз»], где находится архив корпоративных документов с 2005 года. Помимо этого, компания издает корпоративную газету.

61% компаний из выборки вместе с ПАО «Уральская кузница» обеспечивают регулярность и оперативность публикации корпоративных документов за счет процедур, установленных с целью координации действий по раскрытию информации. Чуть более половины компаний (52%) публикуют корпоративную информацию исключительно на русском языке, как например, «Уральская кузница», «Славнефть-ЯНОС» и «Распадская». Кодекс рекомендует использовать еще один наиболее распространенный на рынке

иностранный язык для публикации основной информации при наличии существенной доли в иностранном капитале. Однако, несмотря на то, что 55% уставного капитала компании «Славнефть-ЯНОС» на момент конца 2014 года принадлежало иностранным организациям, компания также публикует информацию исключительно на русском языке. 41% компаний по выборке публикует информацию в том числе и на английском языке, в том числе такие крупные компании как «Роснефть», «РБК» и «Ростелеком».

Кодекс также содержит рекомендации относительно раскрытия информации о подконтрольных компании юридических лицах. Несмотря на полноту процедур и политик компании «Уральская кузница», указанных в отчете, компания не раскрывает информацию о подконтрольных лицах, входя в 35% компаний, которые также не соблюдают данный принцип. Однако же большинство (55%) компаний чаще всего публикуют данную информацию в годовых отчетах вместе с указанием долей владения.

Примерно 55% компаний также публикуют аудированную промежуточную и годовую отчетность в соответствии с Международными стандартами финансовой отчетности (МСФО).

Принимая во внимание то, что совет директоров является одним из важнейших механизмов корпоративного управления, Кодекс также рекомендует раскрывать информацию, касающуюся биографии каждого члена совета директоров. Данной рекомендации следуют 50% компаний. Подобную информацию в наиболее полном объеме раскрывают в основном самые крупные компании, такие как, ПАО «Роснефть», ПАО «Лукойл», ПАО «Россети» и ПАО «ФСК ЕЭС». Эти компании публикуют не только информацию о прошлых местах работы члена совета директоров, но также и информацию об образовании и достижениях директора.

Примерно 60% компаний из выборки раскрывают информацию о структуре собственности. Эта информация дает представление об управлении компанией через материнские структуры. Собственность в российских публичных компаниях достаточно концентрированная, так, например, в среднем 71% компании принадлежит материнским структурам. ПАО «Уральская кузница» - компания, контролируемая ПАО «Мечел», его доля в уставном капитале компании составляет 94%. Государство также может иметь долю в капитале компании. Если эта доля составляет более 50%, то компания считается государственной, как, например, «Аэрофлот» или «Русгидро». Около 9% компаний являются компаниями с прямым государственным участием, средняя доля государства в таких компаниях составляет 33%. Кроме того, есть компании с косвенным государственным участием, в целом по выборке средняя доля косвенного государственного участия в компании составила 10,5%.

Рекомендацию о раскрытии дополнительной информации соблюдают около 28% компаний. К примеру, такие компании как «Аэрофлот», «Газпром» и «Уралкалий» помимо основной информации о компании и ее результатах раскрывают также информацию о существенных сделках, отчет о работе совета директоров, дополнительную информацию о членах совета директоров, о структуре и размере вознаграждений членам совета директоров, а также исполнительных органов, и прочую дополнительную информацию, которая могла бы быть особенно интересна для акционеров.

Существенные корпоративные события

Кодекс выносит только 2 рекомендации, связанные с совершением существенных корпоративных событий. В среднем около 32% компаний соблюдают принципы корпоративного управления, касающиеся определения перечня существенных корпоративных событий и обеспечения равных условий для всех акционеров при осуществлении таких событий. 39% компаний заявляют о том, что не могут обеспечить реализацию равенства условий и защиты прав акционеров при наступлении существенных корпоративных событий. Четверть компаний из выборки гарантируют соблюдение прав акционеров и предоставление адекватного уровня защиты акционерам при совершении существенных корпоративных действий: такие компании, как «ЮТэйр», «Гатнефть», «Газпром Нефть» и другие.

Подводя итог о соблюдении принципах корпоративного управления в компаниях, что в среднем принципы, обозначенные Кодексом корпоративного управления, соблюдает 42% компаний, 15% компаний соблюдают принципы частично, а 43% не соблюдают их в принципе.

При этом некоторые компании комментируют причины несоблюдения или частичного соблюдения принципов. Например, компания «РБК», которая соблюдает лишь 15% принципов, в комментариях о несоблюдении остальных практик утверждает, что приложит все усилия к соответствию лучшим практикам корпоративного управления в будущем, а некоторые принципы компания планирует внедрить уже в 2015 году (создание службы внутреннего аудита, утверждение информационной и дивидендной политик). Проверить действительно ли данные намерения были осуществлены, пока не представляется возможным, так как компания пока еще не опубликовала годового отчета за 2015 год, а на сайте «РБК» данной информации нет.

Другая компания «Росинтер» (ресторанный холдинг) в среднем соблюдает 60% рекомендаций Кодекса. В остальных случаях компания комментирует несоответствие лучшим практикам корпоративного управления отсутствием законодательного требования и сравнительно небольшим временем, прошедшим с принятия обновленной версии

Кодекса. ПАО «Селигдар» также апеллирует к нехватке времени для внедрения новых принципов корпоративного управления, однако сообщает о том, что многие не закрепленные в Уставе или иных документах принципы были соблюдены на практике.

2.3. Результаты регрессионного анализа

Оценивание параметров регрессионной модели проводилось при помощи программы Stata – функция «reg». Результаты оценивания представлены в таблице 2.4. Как видно из таблицы, обе модели оказались значимы. Значения их коэффициентов детерминации, показывающих объясняющую силу модели, близки и равны примерно 0,22. Это значит, что значение показателей финансовой результативности примерно на 22% может быть объяснено регрессионной моделью. В случае второй модели было решено исключить константу, так как она была не значима.

Таблица 2.4 Результаты регрессионного анализа

Переменная	QT (1)	ROA (2)
Bidask	-0.914*** ²	-
Size	-0.083***	-
Lev	0.583***	-0.064***
Index	0.051**	0.004
Sales	-	0.002**
Cons	1.959***	-
R ²	0.224	0.225
p-value	0.00001	0.00001
N	165	165

Обе модели оказались значимы, что означает возможность ее интерпретации. Следует также отметить, что все оценки параметров являются робастными. После построения модели был проведен анализ на наличие мультиколлинеарности и гетероскедастичности. Корреляционная матрица показывает (приложение 2) отсутствие сильной корреляции между факторами (все коэффициенты корреляции по модулю меньше 0,7). Коэффициенты увеличения дисперсии VIF (Variance Inflation Factor) также показали отсутствие проблем, связанных с мультиколлинеарностью регрессоров, максимальное значение коэффициента по всем независимым переменным составило 1,6 (таблицы 2.5.1, 2.5.2). Так как данные показатели не превысили значения 4, повода для беспокойства насчет качества оценок параметров нет.

² ***, ** и ** обозначена значимость на 1%-м, 5%-м и 10%-м уровнях значимости, соответственно

Таблица 2.5.1 Коэффициенты увеличения дисперсии для переменных модели с рыночным показателем

Переменная	VIF	1/VIF
Size	1.6	0.624
Index	1.45	0.688
Bidask	1.21	0.825
Lev	1.02	0.979
Средний VIF	1.32	-

Таблица 2.5.2 Коэффициенты увеличения дисперсии для переменных модели с бухгалтерским показателем

Переменная	VIF	1/VIF
Sales	1.16	0.861
Index	1.14	0.878
Lev	1.08	0.922
Средний VIF	1.13	-

Гетероскедастичность - еще одна проблема, которая может возникнуть при регрессионном анализе. При возникновении данной проблемы нарушается предположение о том, что дисперсия случайных ошибки ϵ в модели постоянна и равна некоторому σ^2 . Для выявления данной проблемы используются специальные тесты, проверяющие гипотезу о постоянстве дисперсии ошибок. В данном случае с помощью программы Stata был реализован тест Бреуша-Пагана (команда «hetttest»), по итогам которого гипотеза о постоянстве дисперсии ошибок не была отвергнута в обеих моделях. Это значит, что проблема гетероскедастичности в данной ситуации не возникает, а оценки параметров, полученные в результате регрессионного анализа, являются эффективными.

Как и ожидалось, значение бид-аск спреда цены акции отрицательно взаимосвязано с финансовой результативностью в силу того, что акции менее ликвидных компаний имеют больший спред. Размер компании, выраженный логарифмом ее совокупных активов, оказался также отрицательно взаимосвязан с коэффициентом Тобина. Мнение исследователей разделяется насчет того, как же все-таки размер компании взаимосвязан с ее результативностью. Есть исследования, подтверждающие обратную связь между увеличением активов и финансовой результативностью в рамках связанной и не связанной диверсификации, например, [Riahi-Belkaoui, Pavlik, 1993] и [Hoskisson, 1987]. Авторы утверждают, что снижение финансовой результативности при увеличении активов может быть обосновано недостатком способностей умело распределять ресурсы между

взаимозависимыми подразделениями. Более крупные фирмы организованы более сложным образом [Blau, 1970], они требуют более формальных, децентрализованных, специализированных и интегрированных систем [Mintzberg, 1980], [Lawrence, Lorsch, 1967]. Кроме того, с ростом в компании появляются проблемы контроля и коммуникации [Merchant, 1981]. Так как, становясь крупнее, организация увеличивает степень контроля над своими подразделениями для того, чтобы перерабатывать бóльшие объемы информации [Chenhall, 2003].

Во второй модели можно наблюдать обратное направление взаимосвязи между рентабельностью активов и размером фирмы, выраженным натуральным логарифмом от выручки. Некоторые исследователи подтверждают то, что более крупные компании имеют более высокие показатели финансовой результативности [Merchant, 1981], [Elhamma, 2015]. В исследовании [Chenhall, 2003] автор говорит о том, что крупные компании делают больший акцент на бюджетировании и сложных элементах управления, что позволяет им увеличивать финансовую результативность [Lal, 1991], [Sponem, 2006].

Направления взаимосвязи финансового рычага и финансовой результативности также оказались противоположными в двух моделях с разными показателями. Структура капитала, тяготеющая к большей доле долга, положительно связана с коэффициентом Тобина. Прямую связь в данном случае можно объяснить потенциалом компании к развитию и повышению уровня долга, адекватного увеличившейся финансовой результативности [Black, Love, Rachinsky, 2006].

Во второй модели направление связи между финансовым рычагом и результативностью оказалось обратным – компании с бóльшим уровнем долга менее рентабельны. Некоторые исследователи, тестируя взаимосвязь между финансовым рычагом и показателями бухгалтерской результативности, получали схожие результаты. Исследователи предположили, что увеличение результативности фирмы, выраженной бухгалтерскими показателями ROA и ROE, в числителе которых отражены доходы компании, ведет к меньшей потребности в заемных средствах, а значит, к снижению коэффициента финансового рычага [Dimitrov, Jain, 2006], [Rehman, 2013].

Что касается индекса соответствия лучшим практикам корпоративного управления, эта переменная оказалась значимой только в модели с рыночным показателем – коэффициентом Тобина. Из этого можно сделать вывод об отсутствии взаимосвязи между финансовой результативностью компании, измеренной с помощью бухгалтерского показателя ROA, и соответствием компании лучшим практикам корпоративного управления, вследствие чего не возникает оснований для принятия или отвержения основной гипотезы в случае с бухгалтерским показателем. Первая модель с рыночным

показателем результативности дает основание для принятия основной гипотезы о прямой связи между соответствием лучшим практикам корпоративного управления и финансовой результативностью компании в том числе и вследствие того, что оценка параметра перед переменной Index оказалась значимой, а также приняла положительное значение. Это значит, что компании, имеющие большую оценку по индексу, то есть соблюдающие большее количество принципов корпоративного управления, в среднем имеют лучшие рыночные показатели финансовой результативности.

2.4. Выводы и практические рекомендации

Исходя из полученных результатов о взаимосвязи соответствия лучшим практикам корпоративного управления и показателей результативности компании, можно сделать два основных вывода:

- во-первых, есть основания предполагать, что соблюдение принципов (или соответствие лучшим практикам) корпоративного управления может оказаться благотворным фактором для увеличения рыночных показателей результативности, способствуя созданию дополнительной ценности для акционеров;
- во-вторых, нет оснований предполагать, что соблюдение данных принципов является фактором увеличения бухгалтерских показателей финансовой результативности.

Оба вывода согласуются с результатами многих работ, предметом исследования которых была связь между рыночной финансовой результативностью и индексами корпоративного управления: [Gompers, Ishii, Metrick, 2003], а также исследователи, взявшие за основу подход Гомперса, Ишии и Метрика, [Black, Jang, Kim, 2006], [Brown, Caylor, 2006], [Bebchuk, Cohen, Ferrell, 2008] и другие. Таким образом, акционеры больше ценят компании, корпоративное управление которых находится на более высоком уровне, то есть можно сказать, что соответствие лучшим практикам корпоративного управления способствует созданию дополнительной ценности для акционеров. Это говорит о том, что соблюдение принципов, сформулированных в Кодексе корпоративного управления, действительно может помочь компании иметь более высокие результаты деятельности с точки зрения рыночных показателей. В свою очередь бухгалтерские показатели не имеют значимой связи с соблюдением принципов корпоративного управления, так как само по себе корпоративное управление занимается решением противоречий между собственниками и менеджерами [Бухвалов, 2005] и не связано напрямую с операционным управлением компанией.

Основную рекомендацию для менеджмента компаний можно сформулировать коротко – добросовестное соблюдение Кодекса корпоративного управления. Это позволит компании выстроить открытый диалог с инвесторами и в максимальной степени соблюсти их интересы, что повысит доверие акционеров и инвесторов к компании. В таком случае акционеры выше оценят компанию с более качественной системой корпоративного управления сравнительно с другими компаниями при прочих равных [Black, Jang, Kim, 2006].

Изучение соблюдения практик корпоративного управления, принятых и используемых в компании, также может быть интересно и для инвесторов. В данном случае выгода инвесторов сравнима с выгодой акционеров - тот факт, что компания следует лучшим практикам корпоративного управления, скорее всего будет означать добросовестность ее менеджеров и справедливую отдачу на инвестиции. В идеальной ситуации соблюдение лучших практики корпоративного управления может поспособствовать сокращению вероятности возникновения корпоративных конфликтов в компании до минимума, так как Кодекс корпоративного управления предлагает системный подход нивелирования конфликтов типа принципал-агент при помощи налаживания работы механизмов корпоративного управления, которые дополняют друг друга. Добротная система корпоративного управления в компании поможет снизить общий риск и привлечь инвесторов на более выгодных для нее условиях. Согласно исследованию мнения инвесторов, проведенным специалистами McKinsey, инвесторы готовы платить больше за возможность вкладывать средства в компанию с лучшим качеством корпоративного управления [McKinsey, 2000].

В соблюдение лучших практик корпоративного управления компанией также заинтересованы и ее кредиторы. Они должны быть уверены в том, что компания в будущем будет в состоянии расплатиться по всем долгам вовремя и в нужном объеме. При определении условий займа кредитор оценивает риски, связанные с компанией заемщиком. Компания, имеющая хорошую репутацию с точки зрения качества корпоративного управления, будет более привлекательна для заимодавца, так как он будет ассоциировать с ней меньшие риски и, соответственно, предоставлять кредит по меньшей ставке.

Консалтинговые и инвестиционные компании также расценивают соблюдение лучших практик корпоративного управления как преимущество компании, которое повышает ее инвестиционную привлекательность [Корпоративное управление: история и практика, 2013]. Такие компании предоставляют услуги по повышению качества корпоративного управления через тренинги для членов совета директоров (разъяснение обязанностей директора и требований, предъявляемых в рамках лучших практик

корпоративного управления), разработку структуры управления, проверку качества работы совета директоров и комитетов и прочее [KPMG Governance, Regulatory & Compliance].

Консалтинговые и аудиторские фирмы готовят компании к выходу на биржу, а также к переводу в котировальные списки более высокого уровня. Базовыми требованиями, предъявляемым ММВБ к компаниям для включения их акций в первый и второй уровень, являются «...репутация и благонадежность эмитента; интерес к ценной бумаге со стороны потенциальных инвесторов; обстоятельства (факты), дающие основания полагать, что могут быть нарушены права и интересы инвесторов» [Правила листинга ЗАО «ФБ ММВБ», 2015]. Данные требования тесно связаны с качеством корпоративного управления в компании, которое определяет ее репутацию и инвестиционную привлекательность. Кроме того, для включения ценных бумаг компании в первый уровень, компания должна соответствовать 11 принципам корпоративного управления, касающимся каждой из категорий принципов, перечисленных в Кодексе корпоративного управления (требования ММВБ).

Таким образом, проанализировав интерес стэйкхолдеров, можно сформулировать вторую практическую рекомендацию, адресованную заинтересованным сторонам и регуляторам компании: поощрять соблюдение лучших практик корпоративного управления. Большое внимание со стороны инвесторов и кредиторов к корпоративному управлению в компаниях подтолкнет последних к совершенствованию практик корпоративного управления. Например, постепенное включение новых принципов корпоративного управления в требования к компаниям для включения в котировальные списки 1 и 2 уровней, также замотивирует компании к соответствию лучшим практикам корпоративного управления. Такая стратегия станет выигрышной для всех сторон, так как ценность компании увеличится, акционеры станут «богаче», инвестиционная привлекательность компаний вырастет, улучшится качество активов у компаний-кредиторов и так далее. В более глобальном плане можно предположить об улучшении инвестиционного климата на российском рынке, а также дальнейшем развитии фондового рынка.

Перечисленные выгоды других организаций в соблюдении компаниями лучших практик корпоративного управления очевидно окажут благотворное влияние и на сами компании: увеличение потока инвестиций, повышение ценности компании за счет снижения средневзвешенной стоимости капитала (вследствие более низких ставок по кредитам), рост ликвидности акций компании как результат включения в котировальные списки.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Данная работа посвящена исследованию взаимосвязи между соответствием лучшим практикам корпоративного управления и финансовой результативностью компаний. Целью работы стало выявление взаимосвязи между степенью соответствия лучшим практикам корпоративного управления и финансовой результативностью в российских публичных компаниях. Для достижения цели исследования был поставлен и выполнен ряд задач.

Первая глава данной работы посвящена описанию лучших практик корпоративного управления и их связи с финансовой результативностью компании. Для этого в главе были описаны основные принципы, касающиеся работы механизмов корпоративного управления, как решение агентской проблемы. Также в главе представлен обзор основных показателей финансовой результативности, в ходе которого было выявлено, что рыночные показатели являются более предпочтительными при исследовании взаимосвязи между корпоративным управлением и результативностью компании. Последняя часть главы посвящена обзору исследований лучших практик корпоративного управления как фактору финансовой результативности компании.

Вторая глава данной работы посвящена проведению и анализу результатов эмпирического исследования по выявлению взаимосвязи между степенью соответствия лучшим практикам корпоративного управления и финансовой результативности компании. В главе описаны методология и процесс формирования выборки, приведена описательная статистика переменных. По итогам исследования даны выводы и практические рекомендации.

Проведенное эмпирическое исследование позволило выявить значимую взаимосвязь между степенью соответствия лучшим практикам корпоративного управления и финансовой результативностью российских публичных компаний, измеренной при помощи рыночного показателя. При этом не было выявлено значимой связи между соблюдением лучших практик корпоративного управления и финансовой результативностью, выраженной бухгалтерским показателем. Данный факт подтвердил предположение о том, что рыночные показатели являются более предпочтительными для оценки качества корпоративного управления.

Результаты эмпирического анализа позволяют сделать вывод о том, соблюдение принципов корпоративного управления может оказаться благотворным фактором для увеличения рыночных показателей финансовой результативности, способствуя созданию дополнительной ценности для акционеров. Таким образом, можно сказать о том, что

соблюдение принципов, сформулированных в Кодексе корпоративного управления, может способствовать увеличению рыночных показателей результативности компании.

В данной работе были сформулированы рекомендации для менеджмента компаний, акционеров и внешних заинтересованных сторон. Рекомендации, вынесенные в работе, основывались на предпосылке о том, что соответствие компаний лучшим практикам корпоративного управления благоприятно скажется на благосостоянии всех внешних и внутренних заинтересованных сторон. В связи с этим менеджерам компаний рекомендуется развивать и добросовестно соблюдать лучшие практики корпоративного управления в компаниях, а остальным стейкхолдерам – поощрять соблюдение данных практик.

Добросовестное соблюдение принципов корпоративного управления позволит компании выстроить открытый диалог с акционерами и инвесторами, соблюсти их интересы и повысить доверие к компании. Также репутация компании, связанная с высоким качеством корпоративного управления, позволит кредиторам ассоциировать с ней меньшие риски и требовать меньшие ставки по кредитам.

Говоря о публичных компаниях, необходимо упомянуть и то, что Московская биржа предъявляет требования по соблюдению практик корпоративного управления для включения ценных бумаг компаний в первый и второй уровни котировального списка. Таким образом, повышение требований к качеству корпоративного управления со стороны биржи может замотивировать компании на соблюдение лучших практик.

Повышенное внимание акционеров, инвесторов, кредиторов и регуляторов к качеству корпоративного управления окажет благоприятное влияние на компании, соблюдающие лучшие практики корпоративного управления вследствие увеличения потока инвестиций, снижения средневзвешенной стоимости капитала за счет понижения процентных ставок по кредитам и роста ликвидности акций компании вследствие включения ценных бумаг в высшие уровни котировального списка.

В более глобальном плане можно предположить о том, что совершенствование практик корпоративного управления может стать одним из факторов улучшения инвестиционного климата, а также развития фондового рынка.

В качестве объекта дальнейших исследований можно предложить издержки на совершенствование систем корпоративного управления в российских компаниях после принятия новой редакции Кодекса корпоративного управления. Вопрос состоит в том, какова стоимость соблюдения лучших практик корпоративного управления? Необходимо понять, в каком случае внедрение новых практик корпоративного управления экономически оправданно и когда компания готова к изменениям в корпоративном управлении.

Также интересной темой представляется связь различных механизмов корпоративного управления и финансовой результативности компании. Интуитивно понятно, что результативнее всего система корпоративного управления будет работать при системном подходе, который включает в себя совершенствование всех механизмов. Однако всегда ли компания имеет возможность осуществить такой системный подход? Какие механизмы корпоративного управления первыми подвергаются изменениям при внедрении новых практик? Совершенствование каких механизмов приводит к повышению ценности компании в большей степени?

На сегодняшний день можно предположить, что наиболее важным механизмом корпоративного управления является совет директоров. Данный орган управления часто исследуется в академической литературе с точки зрения его структуры: размера, разнообразия состава, независимости, занятости и так далее. Одно из возможных направлений дальнейших исследований также связано с выявлением независимости членов совета директоров в соответствии с самой идеологией включения их в состав совета. Независимый директор не должен иметь никаких связей с компанией, прямых или косвенных, дабы не иметь личных интересов при осуществлении своих функций. Кодекс корпоративного управления отмечает невозможность учесть все факторы, влияющие на зависимость директора и компании, вследствие чего критерии независимости директора по Кодексу дают возможность включения в совет директоров «квази-независимого» директора, имеющего косвенные связи с компанией и некоторый косвенный интерес. В этом ключе независимость членов совета директоров является мало изученным вопросом. Необходимо понять, каким образом выявить, действительно ли директор является независимым, и связана ли такая «истинная независимость» с более результативной работой совета директоров и компании в целом.

Кроме того, было бы интересно взглянуть на каждого члена совета директоров в отдельности и проследить некоторые индивидуальные характеристики в связи с результативностью работы совета директоров и результативностью компании. Предметом исследования в таком случае может стать бэкграунд директора – образование, статус, принадлежность к определенным организациям (государственные структуры, научные учреждения, некоммерческие организации, частный бизнес).

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

1. Азрилиян, В. Большой экономический словарь. – 3-е изд. – Под ред. Азрилияна. –М: Институт новой экономики, 2007
2. Акционеры «Армады» соберутся 21 июля в Москве // ИА Росбалт, 24.06.2014 / [Электронный ресурс] / Режим доступа: <http://www.rosbalt.ru/business/2014/07/16/1292869.html/> (дата обращения: 11.05.2016)
3. «Армада» поспорила с акционером / А. Михайлов. // Ведомости, 31.03.2014, вып. 3559 / [Электронный ресурс] / Режим доступа: <https://www.vedomosti.ru/newspaper/articles/2014/03/31/armada-posporila-s-akcionerom/> (дата обращения: 11.05.2016)
4. Березинец, И.В., Ильина, Ю.Б., Фахритдинова, Д.Н. Корпоративные конфликты и финансовая результативность компаний // Вестник СПбГУ. – 2014. – №2, серия Менеджмент
5. Березинец, И.В., Ильина, Ю.Б., Черкасская, А.В. Структура совета директоров и финансовая результативность российских открытых акционерных обществ // СПб: Вестник СПбГУ, 2013. – сер. 8, №2
6. Боди З., Мертон Р. Финансы. М.: Вильямс, 2013, 592 с.
7. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов. М.: Олимп-Бизнес. – 2014
8. Бухвалов А.В. Корпоративное управление как объект научных исследований / А.В. Бухвалов // РЖМ. – Т. 3, №3, 2005. – Российский журнал менеджмента. – с.81-96
9. Бухвалов А.В., Смирнов М.В. Корпоративное управление: вводный курс / А.В. Бухвалов, М.В. Смирнов // «Высшая школа менеджмента». – 2012. – СПб: Высшая школа менеджмента, 2012
10. Вознаграждение менеджмента ОАО «НК «Роснефть». Корпоративное управление [Электронный ресурс] // Роснефть. – Режим доступа: <http://www.rosneft.ru/Investors/governance/corpmanagement/remuneration/>, свободный. Загл. с экрана (дата обращения: 20.05.2016)
11. Волков Д. Л., Никулин Е. Д. Операционная эффективность и фундаментальная ценность собственного капитала организации // Вестн. С.-Петер. ун-та. Сер. Менеджмент. 2009. Вып. 1. С. 63–92

12. Годовой отчет ПАО «Мосэнерго» // Центр раскрытия корпоративной информации Интерфакс / Интерфакс-ЦРКИ. 2016. – [Электронный ресурс] / Режим доступа: <https://www.e-disclosure.ru/portal/files.aspx?id=936&type=2/>, свободный (дата обращения 17.05.2016)
13. Гражданский Кодекс Российской Федерации. Принят Государственной Думой 21 октября 1994 года [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.consultant.ru/> (дата обращения: 20.05.2016)
14. Джанг, Б., Коллер, Т. Взгляд на рентабельность в долгосрочной перспективе // The McKinsey Quarterly. – 2006. – № 1. с. 9-13
15. Дуляк 2015. Влияние состава и структуры совета директоров на эффективность деятельности российских компаний // УГЭУ. – 2015. – №15
16. Ильина, Ю.Б., Березинец, И.В., Орлова, А.Е. Индекс раскрытия информации: взаимосвязь с финансовой результативностью // Корпоративные Финансы. – 2009 № 2 (10). с. 28-39
17. Кадочников И.А., Права собственности и корпоративное управление в российской экономике // Вестник молодых ученых. – 2001, №2 с. 60-68
18. Как получали активы в девяностые / Неякин Г. // Интернет-издание Slon.ru / [Электронный ресурс]. – 2012. – Режим доступа: http://slon.ru/economics/kak_poluchali_aktivy_v_devyanostye-825058.xhtml#pager/, свободный – Загл. с экрана (дата обращения: 20.03.2016)
19. Капелюшников, Р. И. Концентрация собственности и корпоративное управление // Институциональные проблемы российской экономики / НИУ ВШЭ. — 2005. — № 03.
20. Карточка компании ПАО «Уралкуз» // Центр раскрытия корпоративной информации Интерфакс / Интерфакс-ЦРКИ. 2016. – [Электронный ресурс] / Режим доступа: <http://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=5234/>, свободный (дата обращения 17.05.2016)
21. Ковалев В.В. Проблема понятийной неопределенности в прикладной экономике // Вестник СПбГУ, сер. Экономика. – 2012. Вып. 1. с. 3–19.
22. Кодекс корпоративного управления. [Электронный ресурс] // Вестник Банка России. – 2014. – № 40 (1518). – М.: Вестник Банка России, 18.04.2014 . – Режим доступа: http://www.cbr.ru/sbrfr_new/files/legislation/letters/2014/Inf_apr_1014.pdf, свободный. – Загл. с экрана (дата обращения: 20.05.2016)

23. Корпоративное самоуправление. Советы директоров госкомпаний получают шанс стать независимыми от государства/ Газета "Коммерсантъ" №141 от 12.08.2014, стр. 1 // [Электронный ресурс] / Режим доступа: <http://www.kommersant.ru/doc/2543315/>, свободный. Загл. с экрана (дата обращения: 20.05.2016)
24. Корпоративное управление: история и практика // Служба Банка России по финансовым рынкам: сайт. 2013. – [Электронный ресурс] / Режим доступа: http://www.cbr.ru/sbrfr/archive/fsfr/ffms/ru/legislation/corp_management_study/index.html/, свободный (дата обращения 17.05.2016)
25. КПМГ. Экспертно-аналитический доклад. Практики корпоративного управления в России: определение границ национальной модели / [Электронный ресурс]. – Москва, 2011. – Режим доступа: <https://www.kpmg.com/RU/ru/IssuesAndInsights/...2011.pdf>. – Загл. с экрана (дата обращения: 20.05.2016)
26. Кузнецов, С.В. Корпоративное управление: учебное пособие для бакалавров / С.В. Кузнецов, Ю.И. Растова, Ю.П. Тютиков. – СПб.: Изд-во СПбГЭУ, 2013. – 259 с.
27. Кушлин, В., Чичиканов, Е. Современная рыночная экономика. Энциклопедический словарь // Под общ. ред. Кушлина, Чичиканова. – М.: РАГС, 2004
28. Либман, Е.С. Меры по регламентации корпоративного управления как способ решения агентской проблемы // СПб: Вестник СПбГУ, 2003. – сер. 8, №8 (1)
29. Либман, Е.С. Теоретические аспекты агентской проблемы в корпорации // СПб: Вестник СПбГУ, 2005. – сер. 8, №8 (1)
30. Маляревская, Ю.Н., Сторчевой, М.А. Финансовый менеджмент. Новый англо-русский толковый словарь. Под общ. ред. Ю. Н. Маляревской, М. А. Сторчевого. - СПб.: Экономическая школа, 2004.
31. Навигация довела до банкротства / А. Михайлов. // Ведомости, 07.05.2014, вып. 3584 / [Электронный ресурс] / Режим доступа: <https://www.vedomosti.ru/newspaper/articles/2014/05/07/navigaciya-dovela-do-bankrotstva/> (дата обращения: 10.05.2016)
32. Никитина А. Экономический словарь. – Под ред. Никитиной А. – М: «ОЛМА-Пресс образование», 2006
33. О перечне открытых акционерных обществ, в отношении которых определение позиции акционера - Российской Федерации осуществляется

- Правительством Российской Федерации, Председателем Правительства Российской Федерации или по его поручению Заместителем Председателя Правительства Российской Федерации: распоряжение Правительства РФ от 23.01.2003 N 91-р (ред. от 14.03.2016) // [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.consultant.ru/>, свободный (дата обращения: 20.05.2016)
34. О раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг: Положение Банка России № 454-П от 30.12.2014: зарегистрировано в Министерстве юстиции России 12.02.2015 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.consultant.ru/> (дата обращения: 20.05.2016)
35. О рекомендации к применению Кодекса корпоративного поведения: Распоряжение ФКЦБ РФ от 04.04.2002 N 421/р: принят Федеральной службой по финансовым рынкам 24.04.2002 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.consultant.ru/>, свободный (дата обращения: 20.05.2016)
36. Об акционерных обществах: Федеральный закон N 208-ФЗ от 26.12.1995: принят Государственной Думой 4.11.1995, в ред. от 29.06.2015 // [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.consultant.ru/>, свободный (дата обращения: 20.05.2016)
37. Основатели РБК Каплун и Моргульчик избраны в совет директоров IT-компании "Армада" // ТАСС Информационное агентство России, 21.07.2014 / [Электронный ресурс] / Режим доступа: <http://tass.ru/ekonomika/1331849/>, свободный (дата обращения: 11.05.2016)
38. Правила листинга ЗАО "ФБ ММВБ". Приложение 2, пп. 2.1.-2.18 // Утверждены Советом директоров ЗАО "ФБ ММВБ" 26.08.2015. (Протокол № 27). Зарегистрированы Центральным Банком 08.10.2015.
39. Рейтинг потребителей «Мурманской ТЭЦ» // Топ-рейтинг на 30.11.2014 / [Электронный ресурс] / Режим доступа: http://www.murmantec.com/data/Rating/rating_30112014.pdf/, свободный (дата обращения: 10.05.2016)
40. РИД – Российский Институт Директоров. Исследование практики корпоративного управления в госкомпаниях: сравнительный анализ по итогам 2008 - 2012 гг. – 2013. – [Электронный ресурс] / Режим доступа: [http://rid.ru/wp-content/uploads/2015/06/2013 ... -2008_2012.pdf](http://rid.ru/wp-content/uploads/2015/06/2013...-2008_2012.pdf), свободный (дата обращения: 11.05.2016)
41. Росимущество. Методические указания по применению ключевых показателей эффективности государственными корпорациями,

- государственными компаниями, государственными унитарными предприятиями, а также хозяйственными обществами, в уставном капитале которых доля участия Российской Федерации, субъекта Российской Федерации в совокупности превышает пятьдесят процентов: утверждено Росимуществом от 27.03.2014 // [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.consultant.ru/>, свободный (дата обращения: 20.05.2016)
42. Российский рынок акций обвалился в декабре на 17,1% / Департамент аналитической информации «РБК» // РосБизнесКонсалтинг, 13.01.2015/ [Электронный ресурс] / Режим доступа: <http://quote.rbc.ru/rbc100/2014/12/index.shtml/> (дата обращения: 10.05.2016)
43. "Ростелеком" готов согласиться с миноритариями. Опцион и мир. Новый, В. / [Электронный ресурс] // Investfunds. 7.08.2013 – Режим доступа: <http://world.investfunds.ru/news/view/46365/>, свободный. Загл. с экрана (дата обращения: 20.05.2016)
44. Совет директоров. Мировой стандарт корпоративного управления компанией. – под ред. Беликова И.В. –М: «Эксмо», 2008
45. Число иностранцев в советах директоров крупных российских компаний сократилось на 14% - АНД [Электронный ресурс] / Ведомости. – 28.10.2014. – Интерфакс // Режим доступа: <http://www.vedomosti.ru/business/news/2014/10/28/krupnye-rossijskie-kompanii-poteryali-14-inostrannyh>, свободный. Загл. с экрана (дата обращения: 20.05.2016)
46. Шашкова, А.В. Значение кодекса корпоративного управления Банка России 2014 года / М.: Вестник МГИМО-Университета. – 2015 – сер. Право, № 6 (33) с.253-263
http://www.vestnik.mgimo.ru/sites/default/files/pdf/030_pravo_sashkova.pdf
47. Шипилова 2010. Качество корпоративного управления: коммерческие и исследовательские рейтинги // Журнал Корпоративные финансы. – 2010, №2(14)
48. Abowd J.M., Does Performance-Based Managerial Compensation Affect Corporate Performance? // Industrial and Labor Relations Review. – 2016. – Vol. 43, №. 3, pp. 52-73
49. Adams, R., Ferreira, D. A Theory of Friendly Boards // Journal of Finance. – Volume 62, Issue 1. – pp. 217–250, 2007.

50. Adams, Renee B.; Ferreira, Daniel. Women in the Boardroom and Their Impact on Governance and Performance // CEI Working Paper Series. – 2009-04 . – № 2009-7
51. Adjaoud F., Zeghal D., Andaleeb S. The Effect of Board's Quality on Performance: a study of Canadian firms // Corporate Governance: An International Review. – 2007. – № 15(4) pp. 623–635
52. Ahern, K., Dittmar, A. The changing of the boards: the impact on firm valuation of mandated female board representation // Quarterly Journal of Economics. – 2012. – №127, pp. 137-197
53. Akerlof, G.A. The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism / George A. Akerlof // The Quarterly Journal of Economics. – 1970. – № 3 (84), pp. 488-500
54. Allen, M., Renner, C. and English, D. Evaluating the corporate board // Strategic Finance. – 2004. – Vol. 85 No. 7, pp. 37-42.
55. Anderson, R.C., Reeb, D.M., Upadhyay, A., Zhao, W. The economics of director heterogeneity // Financial Management. – 2011. – № 40, pp. 5-38
56. Arun, T.G., Almahrog, Y.E., Aribi, Z.A. Female directors and earnings management: Evidence form UK companies // International Review of Financial Analysis. – 2015. – №39, pp. 137–146.
57. Barber, B., John L. Detecting abnormal operating performance: The empirical power and specification of test statistics // Journal of Financial Economics. – 1996. – № 41, pp. 359-400.
58. Bauer, R., Guenster, N., Otten, Roger, Empirical evidence on corporate governance in Europe: the effect on stock returns, firm value and performance / R. Bauer, N. Guenster, R. Otten // Journal of Asset Management., 2004. – № 5, pp. 91–104
59. Baysenger B., Butler H. Corporate Governance and the Board of Directors: Performance Effects of Changes in Board Composition // JLEO1. – 1985. – №1 pp. 101-124
60. Bebchuk, L., Cohen, A., Ferrell A. 2008. What Matters in Corporate Governance? / L. Bebchuk, A. Cohen, A. Ferrell // The Review of Financial Studies. – 2009. – № 22 (2), pp. 783-827.
61. Bentson G. Accounting numbers and economic values // Antitrust Bulletin Spring. – 1982. – pp. 161-215.
62. Berger L., Ofek, M. Diversification's effect on firm value // Journal of Financial Economics. – 1995. – № 37, pp. 39-65

63. Berle, A., Means, G. *The Modern Corporation and Private Property* // New York: The Macmillan Company. – 1932. – №13, pp. 396
64. Bhagat, S., Black, B. *The Non-Correlation between Board Independence and Long-Term Firm Performance* // *Journal of Corporate Governance*. – 2001. – №1
65. Bhagat, S., Black, B. *The Uncertain Relationship between Board Composition and Firm Performance* // *Business Lawyer*. – 1999. – № 54, pp. 921-963
66. Bhagat, S., Bolton, B. *Corporate Governance and Firm Performance* / S. Bhagat, B. Bolton // *Journal of Corporate Finance*. – 2008. – № 14 (3), pp. 257–273
67. Black, B., Jang, H., Kim, W. *Does Corporate Governance Predict Firms' Market Values? Evidence from Korea* // *The Journal of Law, Economics, & Organization*. – 2006. – vol. 22, №2
68. Black, B., Love, I., Rachinsky, A. *Corporate Governance Indices and Firms' Market Values: Time Series Evidence from Russia* // *Emerging Markets Review*. – 2006. – Vol. 7. № 4. pp. 361–179.
69. Blau, P.M. *A formal theory of differentiation in organizations* // *American Sociological Review*. — 1970. — Vol. 35, pp. 201-218.
70. Bollen, L. *Measuring and explaining the quality of Internet investor relations activities: a multinational empirical analysis* // *International Journal of Accounting Information Systems*. – 2006. – №. 7
71. Boone, A., Casares, L., Jonathan, F., Charu, K. *The Determinants of Corporate Board Size and Composition: An Empirical Analysis* // *Journal of Financial Economics*. – 2007. –vol.85. №1, pp.66–101.
72. Brainard, W., Shoven, J., Weiss, L. *The Financial Valuation of the Return to Capital* // *Brookings Papers on Economic Activity*. – 1980. – №2
73. Briloff R. *The Truth about Corporate Accounting*. Harper & Row: New York. – 1976
74. Briloff R. *Unaccountable Accounting* // Harper & Row: New York. –1972
75. Brown, Caylor, 2006. *Corporate governance and firm valuation* // *Journal of Accounting and Public Policy* – 2006. – №25, pp. 409–434
76. Chan A., Liu G., Sun J. *Independent audit committee members' board tenure and audit fees* // *Odette School of Business Publications*. –2012. – №22, pp. 223-256
77. Chenhall, R.H. *Management control systems design within its organizational context; findings from contingency-based research and directions for the future* // *Accounting, Organizations and Society*. – 2003 . – Vol. 28 № 2/3, pp. 127-168.

78. Chung K., Pruitt S. A Simple Approximation of Tobin's q // *Financial Management*. – 1994. – Vol.23, № 3. pp. 70–74.
79. Ciszewski, Robert L. and Philip D. Harvey. Contraceptive Price Changes: The Impact on Sales in Bangladesh // *International Family Planning Perspectives*. – 1995. – № 21, pp. 150-154.
80. Coase, R.H. The Nature of the Firm / R. H. Coase // *Economica, New Series*. – 1937. – № 4 (16), pp. 386-405
81. Cordeiro, James J., Kent, D. Donald Jr., Do EVA™ Adopters Outperform their Industry Peers? Evidence from Security Analyst Earnings Forecasts // *Business-Economics Faculty Publications*.—2001. – № 12.
82. Core et al. – Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance // *Journal of Financial Economics*. – 51. – 1999. – 371-406
83. Core, John E., Wayne R. Guay, Tjomme O. Rusticus, Does weak governance cause weak stock returns? An examination of firm operating performance and investors' expectations // *Journal of Finance*. – 2007. – № 61, pp. 655-687.
84. Cormier, D. The use of Web sites as a disclosure platform for corporate performance // *International Journal of Accounting Information Systems*. – 2009. – № 10.
85. Crespi-Cladera, R., Pascual-Fuster, B. Executive directors' pay, networks and operating performance: The influence of ownership structure // *J. Account. Public Policy*. – 2014. – №34(2)
86. Damodaran A., *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of any Asset*. – 3rd edition. – Wiley Finance, 2002
87. Damodaran, A. Economic Value Added (EVA) [Электронный ресурс] // Damodaran Online. – 2005. – Pp.7-8 / Режим доступа: <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/eqnotes/eva.pdf>, свободный. Загл. с экрана (дата обращения: 20.05.2016)
88. Damodaran, A. *Strategic Risk Taking: A Framework for Risk Management* // New Jersey: Pearson Education. – 2007
89. de Wet, JHvH. EVA versus traditional accounting measures of performance as drivers of shareholder value – A comparative analysis // *Meditari Accountancy Research*. – 2006. – Vol. 14 №. 2, pp. 1-16
90. Deloitte. «Структуры корпоративного управления публичных российских компаний» / Исследование центра корпоративного управления «Делойт» в СНГ // «Делойт», СНГ. – 2015

91. Demsetz, H., Lehn, K. The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences // *Journal of Political Economy*. – 1985. – vol. 93, issue 6, pp. 1155-1177
92. Dimitrov, K., Jain, B. The Value Relevance of Changes in Financial Leverage // *Working Paper Series*. – 2006. – №06(25)
93. Dobbs R., Koller S. Measuring long-term performance [Электронный ресурс] // *McKinsey Quarterly*. – 2005. – №1 – Режим доступа: http://www.mckinsey.com/insights/corporate_finance/measuring_long-term_performance. свободный. Загл. с экрана (дата обращения: 20.05.2016)
94. Doney, P.M., Cannon, J.P., Mullen, M.R. Understanding the Influence of National Culture on the Development of Trust // *Academy of Management Review*. – 1998. – №23, 601-620.
95. Drobetz, W., Schillhofer, A., Zimmermann, H. Corporate governance and expected stock returns: evidence from Germany / W. Drobetz, A. Schillhofer, H. Zimmermann // *European Financial Management*., 2004. – № 10, pp. 267–293
96. Du Toit, A. & Neves, D., 2007. In search of South Africa’s “second economy”: Part 1: historical, theoretical and empirical diagnostics // *Africanus*. – 2007. – № 37(2), pp.145-174
97. Ehrbar, Al. Using EVA to measure performance and assess strategy // *Strategy & Leadership*. – 1999. – vol. 27(3), pp. 20 – 24
98. Eighme, J., Cashell, J. Internal auditors’ roles in overcoming the financial reporting crisis // *International Auditing*. – 2002. – №7, pp.3-10
99. Eisenberg, T., Sundgren, S., Wells, M. Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms // *Journal of Financial Economics*. – 1998. – vol. 48, № 4, pp. 35–54.
100. Elhamma, A., Taouab, O. Budgetary evaluation, environmental uncertainty and performance: case of Moroccan firms // *American Journal of Service Science and Management*. – 2015. – Vol. 2 No. 1, pp. 1-6.
101. Fagerberg, J. Europe at the Crossroads: The Challenge from Innovation-based Growth // *The Globalizing Learning Economy* . – 2000. – Oxford University Press, pp. 45-60
102. Fama, E., Michael, C. Corporations and Private Property: A Conference Sponsored by the Hoover Institution // *Jensen Source: Journal of Law and Economics*. – 1983. – Vol. 26, No. 2. – pp. 301-325

103. Ferreira, D. Board diversity // corporate governance: A synthesis of theory, research, and practice. – 2010. – Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, pp. 225-242
104. Ferreira, D., Kirchmaier, A. Corporate boards in Europe: size, independence and gender diversity / Corporate Governance. – 2013. – №12, pp. 191
105. Firer, C., Ross, S., Westerfield, R. and Jordan, B. Fundamentals of Corporate Finance // Third South African Edition. – 2004. – №20
106. Fisher, F. Diagnosing monopoly // Quarterly Review of Economics and Business. – 1979. – № 19, pp. 7-33.
107. Fisher, F., McGowan, J. On the misuse of accounting rates of return to infer monopoly profits // American Economic Review. – 1983. – № 73, pp. 82-97.
108. Gompers, P., J. Ishii, A. Metrick. Corporate Governance and Equity Prices / P. Gompers, J. Ishii, A. Metrick // Quarterly Journal of Economics. – Oxford Journals. 2003. – №118, pp. 107–55.
109. Grant, J.L. Foundations of EVA for Investment Managers // Journal of Portfolio Management. – 1966 (fall). – pp. 41-47
110. Gregory-Smith I., Thompson S. and Wright P. (2009) Fired or Retired? A Competing Risks analysis of CEO Turnover // The Economic Journal. – 2009. – Vol. 119 (536), pp.463-481.
111. Griffin, J. J., and Mahon, J. F., 1997. "The Corporate Social Performance and Corporate Financial Performance Debate: Twenty-Five Years of Incomparable Research // Business & Society. – Vol. 36, (5): 5-31,1997
112. Grimminger, A., Benedetta, U. Raising the Bar on Corporate Governance: A Study of Eight Stock Exchange Indices // The International Bank for Reconstruction and Development. – 2013 [Электронный ресурс] / Режим доступа: http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/a6724900400aca13af3aff23ff966f85/Raising_the_bar_on_CG.pdf?MOD=AJPERES, свободный. Загл. с экрана (дата обращения: 20.05.2016)
113. Griner, E.H. The Effect Of CEO Stock Option Grants On Shareholder Return // Journal of Managerial Issues. – 1999. – Vol. 11, №. 4, pp. 427-439
114. H Short, K Keasey. Managerial Ownership and the Performance of Firms: Evidence from the UK - Journal of corporate finance, 1999 – Elsevier
115. Hagel III, J., John Seely Brown: Lang Davison, The Power of Pull: How Small Moves, Smartly Made, Can Set Big Things In Motion // Basic Books. – 2009
116. Hall, B. The Value of Intangible Corporate Assets: An Empirical Study of the Components of Tobin's Q // Economics Working Papers. – 1993. – pp. 93-207

117. Hayes R, Aberathy W. Managing our way to economic decline // Harvard Business Review. – 1980. – № 58(4): 67-77.
118. Hendricks, K., Singhal, V. An Empirical Analysis of the Effect of Supply Chain Disruptions on Long-Run Stock Price Performance and Equity Risk of the Firm // Production and Operations Management. – 2005. – Vol. 14, Issue 1, pp. 35–52
119. Hermalin, B., Weisbach, M. The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance // Financial Management. – 1991. – pp. 101–112
120. Hillman, A., Dalziel, T. Boards of directors and firm performance: Integrating agency and resource dependence perspectives // Academy of Management Review. – 2003. – № 28(3), pp. 383-396
121. Hillman, A., Keim, G. Shareholder Value, Stakeholder Management, and Social Issues: What's the Bottom Line? // Strategic Management Journal. – 2010. – Vol. 22, № 2, pp. 125-139
122. Horton, Joanne and Millo, Yuval and Serafeim, George, Resources or Power? Implications of Social Networks on Compensation and Firm Performance // Journal of Business, Finance and Accounting. – Vol. 39. – Issue 3-4: 399-426. – 2012
123. Hoskisson, R.E. Multidivisional structure and performance: the contingency of diversification strategy // Academy of Management Journal. — 1987.— № 30(4), pp. 625-644
124. Hsu, Hwa-Hsien and Wu, Chloe Yu-Hsuan, Board Composition. – Grey Directors and Corporate Failure in the UK // British Accounting Review. – 2013
125. Hutchinson, M.R., Zain, M.M. Internal audit quality, audit committee independence, growth opportunities and firm performance // Corporate Ownership and Control. –2009. – № 7(2), pp. 50-63.
126. Ichniowski, C. Human Resource Management Systems and the Performance of U. S. Manufacturing Businesses // National Bureau of Economic Research. – 1990. – No. 3449
127. Jensen, M. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers // The American Economic Review. – 1986. – № 2 (76)
128. Jensen, M., Meckling, W.H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure / Michael Jensen, William H. Meckling // Journal of Financial Economics. – 1976. – № 3 (4), pp. 305-360
129. Jensen, Michael C., Murphy, Kevin J. Performance Pay and Top-Management Incentives // Journal of Political Economy. – 1990. – vol. 98, № 2, pp. 225-264

130. Knyazeva, Anzhela and Knyazeva, Diana and Masulis, Ronald W. The Supply of Corporate Directors and Board Independence // Review of Financial Studies. – 26(6) . – 1561-1605. – ECGI - Finance Working Paper No. 315, 2011
131. Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D. Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies // John Wiley & Sons. – 2010. – 6th edition
132. KPMG Governance, Regulatory & Compliance // KPMG: сайт. 2016. – [Электронный ресурс] / Режим доступа: <https://home.kpmg.com/xx/en/home/services/advisory/risk-consulting/internal-audit-risk/governance-regulatory-compliance.html/> , свободный (дата обращения 17.05.2016)
133. Lang L., R.Stultz, R.Walkling A test of the free cash flow hypothesis // Journal of Financial Economics. – 1991. – №29, pp. 315-335.
134. Larcker David F., Scott A. Richardson, and Irem Tuna. Corporate Governance, Accounting Outcomes, and Organizational Performance // The Accounting Review. – July 2007. – vol. 82, № 4, pp. 963-1008.
135. Larcker, D. F., Discussion of ‘Employee Stock Options, EPS Dilution, and Stock Repurchases // Journal of Accounting and Economics. – 2003. – vol. 36, №. 1–3, pp. 45–49.
136. Lawrence, P. and Lorsch, J. Differentiation and integration in complex organizations//Administrative Science Quarterly. – 1967. – Vol. 12 No. 1, pp. 1-30
137. Lehn, K., Patro, S., Zhao, M. Determinants of the Size and Composition of US Corporate Boards: 1935–2000 // Financial Management. – 2009. – vol.38, №4, pp.747–780.
138. Lindenberg, E., Ross, S. Tobin's q Ratio and Industrial // The Journal of Business. – 1981. – vol. 54, issue 1, pages 1-32
139. Liu, J. Determinants of disclosures of A-, B- and H-share companies // Asian Review of Accounting. – 2007. – vol. 15 (1)
140. Lubatkin M, Shrieves R. 1986. Towards reconciliation of market performance measures to strategic management research. Academy of Management Review 11: 497-512.
141. Lucas, R. Adjustment Costs and the Theory of Supply // Journal of Political Economy. – 1967. – Vol. 75, № 4, pp. 321-334
142. Masulis, R.W., Wang, C., Xie, F. Globalizing the boardroom - The effects of foreign directors on corporate governance and firm performance // Journal of Accounting and Economics. – 2012. – №53, pp. 527-554.

143. McGuire, J., Schneeweis, T., Hill, J. 1986. An analysis of alternative measures of strategic performance // In *Advances in Strategic Management*. – 1986. – №4. pp. 107-153.
144. McKinsey & Co. Investor Opinion Study [Электронный ресурс] // McKinsey & Co. – 2000 / Режим доступа: <https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/1922101.pdf/>, свободный. Загл. с экрана (дата обращения: 20.05.2016)
145. Mehran, H. Executive compensation structure, ownership, and firm performance // *Journal of Financial Economics*. – 1995. – № 38, pp. 163-184
146. Merchant, K. The design of the corporate budgeting system: influences on managerial behavior and performance // *The Accounting Review*. – 1981. – Vol. 56 №4, pp. 813-829.
147. Milbourne, T.T., Bacidore, J.M., Boquist, J.A. The search for the best financial performance measure // *Financial Analysts Journal*. – 1997 - CFA Institute
148. Mintzberg, H. *Structure Et Dynamique Des Organisations* // Paris: Editions d'Organisation .— 1980
149. Monteiro, A. *A Quick Guide to Financial Ratios* // The Citizen. – 2006
150. Morck, R., Shleifer, A., Vishny, R. 1988. Management ownership and market valuation // *Journal of Financial Economics*. – № 20. – 1988, pp. 293-315
151. Murphy, K. J. Explaining Executive Compensation: Managerial Power versus the Perceived Cost of Stock Options // *University of Chicago Law Review*. – 2002. – №69, pp. 847– 69.
152. Nicholson, G., Kiel, G. Board Composition and Corporate Performance: How the Australian Experience Informs Contrasting Theories of Corporate Governance. // *Corporate Governance: An International Review*. – 2003. – №11(3), pp. 189-205
153. Pfeffer, J. Size and Composition of Corporate Boards of Directors // *Administrative Science Quarterly*. – 1972. – vol. 17, № 2, pp. 218–229.
154. Pieterse, A., Knippenberg, D., Dierendonck, D. Cultural Diversity and Team Performance: The Role of Team Member Goal Orientation // *Academy Of Management Journal*. – 2013. – №56, pp.782-804.
155. Prawitt, D., Smith, J., Wood, D. Internal Audit Quality and Earnings Management // *The Accounting Review*. – 2009. – № 84, pp. 1255-1280.
156. Pritchard, R. D., Kleinbeck, U.E., Schmidt, K. H. *The PPM Management System: Employee participation for improved productivity* // Verlag C. H. Beck. – 1993

157. PwC. Совет директоров: практика подбора, номинирования и избрания директоров в российских компаниях. – октябрь 2012. – Москва // [Электронный ресурс] / Режим доступа: http://www.pwc.ru/en_RU/ru/boardsurvey/assets/e-nomination_survey_rus.pdf. – Загл. с экрана (дата обращения: 20.05.2016)
158. Rappaport, A. CFOs and strategists: forging a common framework // *Harvard Business Review*. – 1992. – 70(3): 84-91.
159. Rechner, P. K., Dalton, D. R. CEO duality and organizational performance: A longitudinal analysis // *Strategic Management Journal*. – 1991. – 12(2), pp. 155-160.
160. Rehman, F. Relationship between Financial Leverage and Financial Performance: Empirical Evidence of Listed Sugar Companies of Pakistan // *Global Journal of Management and Business Research Finance*. – 2013. – №13(8)
161. Riahi-Belkaoui, A., Pavlik, E. Effects of Ownership Structure, Firm Performance, Size and Diversification Strategy on CEO Compensation: A Path Analysis // *Managerial Finance*.— 1993.— Vol. 19(2) ,pp. 33 - 54
162. Rosenstein, S., Wyatt, J. Outside Directors, Board Independence, and Shareholder Wealth // *Journal of Financial Economics*. – 1990. – vol. 26, № 2, pp. 175–191.
163. Rubach, M., Picou, A. The enactment of corporate governance guidelines: an empirical examination // *Corporate Governance: The international journal of business in society*. – 2005. – vol. 5. iss 5, pp.30-38
164. Shivdasani, A., Zenner, M. Best Practices in Corporate Governance. What Two Decades of Research Reveals // *Financial Strategy*. – 2002 // [Электронный ресурс] / Режим доступа: <http://www.pitt.edu/~sbm12/busfin1311/docs/shivdasanizenner.pdf/>, свободный. Загл. с экрана (дата обращения: 20.05.2016)
165. Shleifer, A., Vishny, R.W. The Limits of Arbitrage / Andrei Shleifer; Robert W. Vishny // *The Journal of Finance*. – 1997. – vol. 52, №. 1, pp. 35-55.
166. Simon, H. A. Administrative Behavior: A Study of Decision-Making Processes in Administrative Organization. – 1947 / H. A. Simon // New York: The Free Press. – 4th ed. 1997
167. Stewart III, G.B. The Quest for Value // New York: Harper Collins. – 1990
168. Stolowy, H., Breton, G. A framework for the classification of accounts manipulations // *HEC Accounting & Management Control*. – 2000

169. Stowe, Robinson, Pinto, McLeavey. Analysis of Equity Investments: Valuation // AIMR. – 2002. – United Book Press
170. The Institute of Internal Auditors [Электронный ресурс] // The IIA. – Режим доступа: <http://www.theiia.org/>, свободный. Загл. с экрана (дата обращения: 20.05.2016)
171. The UK Corporate Governance Code. [Электронный ресурс] // Financial Reporting Council. – 2014. – London: Financial Reporting Council, 2014 - . – Режим доступа: <https://frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/UK-Corporate-Governance-Code-2014.pdf> , свободный. – Загл. с экрана (дата обращения: 20.05.2016)
172. Torchia, Me. Women Directors on Corporate Boards: From Tokenism to Critical Mass // Journal of Business Ethics. – 2011. – pp. 299-300
173. U.S. Supreme Court. Trustees of Dartmouth Coll // [Электронный ресурс] . – Justia US Supreme Court. – 1819. – Режим доступа: <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/17/518/>, свободный – Загл. с экрана (дата обращения: 20.05.2016)
174. Weisbach, M. Outside directors and CEO turnover // Journal of Financial Economics. – 1988. – № 20, pp. 431-460
175. Wernerfelt, B., Montgomery, C. Tobin's q and the Importance of Focus in Firm Performance // The American Economic Review. – Vol. 78(1) . – 1988, pp. 246-250
176. Williamson, O.E. The economic institutions of capitalism / Oliver E. Wiliamson // London: Collier Macmillan Publishers. – 1985, pp. 37-45
177. Women on US boards. What are we seeing? [Электронный ресурс] / EY Topics for the Board. – 2014. – Режим доступа: <http://www.ey.com/GL/en/Issues/Governance-and-reporting/Women-on-US-boards---what-are-we-seeing#increasing-board-size>, свободный. Загл. с экрана (дата обращения: 20.05.2016)
178. Woodburn, D. (2006) Transitioning to key account management // Cranfield School of Management Research Report. – 2006. – Cranfield University
179. Yermack, D. Good Timing: CEO Stock Option Awards and Company News Announcements // The Journal of Finance. – 1997. – vol. 52, Issue 2, pp. 449–476
180. Yermack, D. Higher market valuation of companies with a small board of directors // Journal of Financial Economics. – 1996. – № 40, pp. 185-211

ПРИЛОЖЕНИЯ

Приложение 1. Список компаний, вошедших в выборку

Тикер ММВБ	Название компании	Тикер ММВБ	Название компании
AFLT	ОАО "Аэрофлот"	NLMK	ОАО "НЛМК"
APTK	ОАО "Аптечная сеть 36,6"	NMTP	ОАО "НМТП"
ARMD	ОАО "АРМАДА"	NNSB	ОАО "Нижегородская сбытовая компания"
AVAZ	ОАО "АВТОВАЗ"	NPOF	ОАО НПО "Физика"
BANE	ОАО "АНК "Башнефть"	NSVZ	ОАО "Наука-Связь"
BISV	ОАО "Башинформсвязь"	NVNG	ОАО "Новосибирскэнерго"
BLNG	ОАО "Белон"	NVTK	ОАО "НОВАТЭК"
BRZL	ОАО "Бурятзолото"	ODVA	ОАО "Медиахолдинг"
CHER	ОАО "Челябинский трубопрокатный завод"	OGKB	ОАО ОГК-2
CHMF	ОАО "Северсталь"	OMSH	ОАО "Омскшина"
CHMK	ОАО "Челябинский металлургический комбинат"	OMZZ	ОАО ОМЗ (Группа Уралмаш-Ижора)
CHZN	ОАО "Челябинский цинковый завод"	OPIN	ОАО "ОПИН"
CLSB	ОАО "Челябэнергосбыт"	OSMP	ОАО "ОМПК"
CNTL	ОАО "Центральный Телеграф"	PHST	ОАО "Фармстандарт"
DGBZ	ОАО "Дорогобуж"	PIKK	ОАО "Группа Компаний ПИК"
DIXY	ОАО "ДИКСИ ГРУПП"	PLSM	ОАО "Плазмек"
DVEC	ОАО "Дальневосточная энергетическая компания"	PLZL	ОАО "Полюс Золото"
ELTZ	ОАО "Электроцинк"	PMSB	ОАО "Пермская энергосбытовая компания"
ENRU	ОАО "Энел Россия"	PRFN	ОАО "ЧЗПСН-Профнастил"
EONR	ОАО "Э.ОН Россия"	PRIM	ОАО "Приморское морское пароходство"
FEES	ОАО "ФСК ЕЭС"	PRTK	ОАО "ПРОТЕК"
FESH	ОАО "ДВМП"	RASP	ОАО "Распадская"
GAZP	ОАО "Газпром"	RBCM	ОАО "РБК"
GAZS	ОАО "ГАЗ-сервис"	RKKE	ОАО "РКК "Энергия" им. С.П.Королева"
GCHE	ОАО "Группа Черкизово"	RLMN	ОАО "Группа Компаний "Роллман"

GMKN	ОАО "ГМК "Норильский никель"	RNAV	ОАО "РНТ"
GRAZ	ОАО "Группа "РАЗГУЛЯЙ"	ROSN	ОАО "НК "Роснефть"
GUMM	ОАО "ТД ГУМ"	ROST	ОАО "РОСИНТЕР РЕСТОРАНТС ХОЛДИНГ"
HALS	ОАО "Система-Галс"	RSEA	ОАО "ГК "Русское море"
HIMC	ОАО "Химпром"	RTGZ	ОАО "Газпром газораспределение Ростов-на-Дону"
HYDR	ОАО "РусГидро"	RTKM	ОАО "Ростелеком"
IRAO	ОАО "Интер РАО"	RTSB	ОАО "Энергосбыт Ростовэнерго"
IRGZ	ОАО "Иркутскэнерго"	RUGR	ОАО "Русгрэйн Холдинг"
IRKT	ОАО "Корпорация "ИРКУТ"	RUSP	ОАО "Русполимет"
JNOS	ОАО "Славнефть-Ярославнефтеоргсинтез"	RZSB	ОАО "Рязанская энергосбытовая компания"
KAZT	ОАО "КуйбышевАзот"	SAGO	ОАО "Самараэнерго"
KBTK	ОАО "Кузбасская топливная компания"	SARE	ОАО "САРАТОВЭНЕРГО"
KCHE	ОАО "Камчатскэнерго"	SELG	ОАО "Селигдар"
KLSB	ОАО "Калужская сбытовая компания"	SEMZ	ОАО "СЭМЗ"
KMAZ	ОАО "КАМАЗ"	SIBN	ОАО "Газпром нефть"
KMEZ	ОАО "Ковровский механический завод"	SNGS	ОАО "Сургутнефтегаз"
KOMM	ОАО "БФ "Коммунар"	STSB	ОАО "Ставропольэнерго"
KROT	ОАО "Красный Октябрь"	SVAV	ОАО "Соллерс"
KRSB	ОАО "Красноярскэнерго"	SVSB	ОАО "Свердловэнерго"
KRSG	ОАО "Красноярскэнерго"	SYNG	ОАО "Синергия"
KUBE	ОАО "Кубаньэнерго"	SZPR	ОАО "Северо-западное пароходство"
KZBE	ОАО "Кузбассэнерго"	TANL	ОАО "ТАНТАЛ"
KZMS	ОАО "Краснокамский завод металлических сеток"	TASB	ОАО "Гамбовская энергосбытовая компания"

KZOS	ОАО "Казаньоргсинтез"	TATN	ОАО "Татнефть"
LIFE	ОАО "Фармсинтез"	TGKA	ОАО ТГК-1
LKOH	ОАО "ЛУКОЙЛ"	TGKB	ОАО ТГК-2
LPSB	ОАО "Липецкая энергосбытовая компания"	TGKD	ОАО "Квадра"
LSNG	ОАО "Ленэнерго"	TGKE	ОАО ТГК-5
LSRG	ОАО "Группа ЛСР"	TGKF	ОАО ТГК-6
MAGE	ОАО "Магаданэнерго"	TGKI	ОАО ТГК-9
MAGN	ОАО "ММК"	TGKN	ОАО ТГК-14
MGNZ	ОАО "Соликамский магниевый завод"	TORS	ОАО "Томская распределительная компания"
MGTS	ОАО МГТС	TRCN	ОАО "ТрансКонтейнер"
MISB	ОАО "Мариэнергобыт"	TRMK	ОАО "Трубная Металлургическая Компания"
MORI	ОАО "Морион"	TTLK	ОАО "Таттелеком"
MOTZ	ОАО "Мотовилихинские заводы"	UFMO	ОАО "УМПО"
MRKC	ОАО "МРСК Центра"	UKUZ	ОАО "Южный Кузбасс"
MRKK	ОАО "МРСК Северного Кавказа"	UNAC	ОАО "ОАК"
MRKP	ОАО "МРСК Центра и Приволжья"	UNKL	ОАО "Комбинат Южуралникель"
MRKS	ОАО "МРСК Сибири"	URKA	ОАО "Уралкалий"
MRKU	ОАО "МРСК Урала"	URKZ	ОАО "Уралкуз"
MRKV	ОАО "МРСК Волги"	UTAR	ОАО Авиакомпания "ЮТэйр"
MRKY	ОАО "МРСК Юга"	UTII	ОАО "Платформа ЮТИНЕТ.РУ"
MRKZ	ОАО "МРСК Северо- Запада"	VDSB	ОАО "Владимирская энергосбытовая компания"
MRSB	ОАО "Мордовская энергосбытовая компания"	VLHZ	ОАО Владимирский химический завод
MSNG	ОАО "Мосэнерго"	VRAO	ОАО "РАО Энергетические системы Востока"
MSRS	ОАО "МОЭСК"	VRSB	ОАО "Воронежская энергосбытовая компания"
MSSB	ОАО "Мосэнергобыт"	VTGK	ОАО "Волжская ТГК"

Продолжение Приложения 1

MSST	ОАО "Мультисистема"	VTRS	ОАО "ВТОРРЕСУРСЫ"
MSTT	ОАО "МОСТОТРЕСТ"	WTSM	ОАО "Центр международной торговли"
MTLR	ОАО "Мечел"	YAKG	ОАО "ЯТЭК"
MTSS	ОАО "Мурманская ТЭЦ"	YASH	ОАО "ЯШЗ"
MUGS	ОАО НПО "Наука"	YKEN	ОАО АК "Якутскэнерго"
NAUK	ОАО НПО "Наука"	YRSB	ОАО "Ярославская сбытовая компания"
NEKK	ОАО "НЕКК"	ZHIV	ОАО "Живой офис"
NFAZ	ОАО "НефАЗ"	ZILL	АМО ЗИЛ
NKNC	ОАО "Нижнекамскнефтехим" ("НКНХ")	ZVEZ	ОАО "ЗВЕЗДА"
NKSH	ОАО "Нижнекамскшина"	-	-

Приложение 2. Отчет о соблюдении принципов и рекомендаций Кодекса корпоративного управления

Номер принципа	Принцип корпоративного управления или ключевой критерий
Категория I. Права акционеров и равенство условий для акционеров при осуществлении ими своих прав	
Ключевой критерий 1.1.	Общество должно обеспечивать равное и справедливое отношение ко всем акционерам при реализации ими права на участие в управлении обществом. Система и практика корпоративного управления должны обеспечивать равенство условий для всех акционеров – владельцев акций одной категории (типа), включая миноритарных (мелких) акционеров и иностранных акционеров, и равное отношение к ним со стороны общества
Принцип 1.1.1.	<p>В обществе утвержден внутренний документ, определяющий основные процедуры подготовки, созыва и проведения общего собрания акционеров, соответствующий рекомендациям Кодекса корпоративного управления, включая обязанность общества:</p> <ul style="list-style-type: none"> сообщать акционерам о проведении общего собрания акционеров и предоставлять доступ к материалам, в том числе размещать сообщение и материалы на сайте общества в сети «Интернет», не менее чем за 30 дней до даты его проведения (если законодательством Российской Федерации не предусмотрен больший срок); раскрывать информацию о дате составления списка лиц, имеющих право на участие в общем собрании акционеров, не менее чем за 7 дней до её наступления; предоставлять к общему собранию акционеров дополнительную информацию и материалы по вопросам повестки дня в соответствии с рекомендациями Кодекса корпоративного управления
Принцип 1.1.2.	Обществом приняты на себя обязанности по предоставлению акционерам в ходе подготовки и проведения общего собрания акционеров возможности задавать вопросы о деятельности общества членам органов управления и контроля, членам комитета по аудиту, главному бухгалтеру, аудиторам общества, а также кандидатам в органы управления и контроля. Указанные обязанности закреплены в уставе или во внутренних документах общества
Принцип 1.1.3.	Обществом приняты на себя обязанности придерживаться принципа недопустимости совершения действий, приводящих к искусственному перераспределению корпоративного контроля (например, голосование «квазиказначейскими» акциями, принятие решения о выплате дивидендов по привилегированным акциям в условиях ограниченных финансовых возможностей, принятие решения о невыплате определенных в уставе общества дивидендов по привилегированным акциям при наличии достаточных источников для их выплаты). Указанные обязанности закреплены в уставе или во внутренних документах общества
Ключевой критерий 1.2	Акционерам должна быть предоставлена равная и справедливая возможность участвовать в прибыли общества посредством получения дивидендов
Принцип 1.2.1.	В обществе утвержден внутренний документ, определяющий дивидендную политику общества, соответствующую рекомендациям Кодекса корпоративного управления, и устанавливающий в том числе:

	<p>порядок определения части чистой прибыли (для обществ, составляющих консолидированную финансовую отчетность, - минимальной части (доли) консолидированной чистой прибыли), направляемой на выплату дивидендов, условия, при соблюдении которых объявляются дивиденды;</p> <p>минимальный размер дивидендов по акциям общества разных категорий (типов);</p> <p>обязанность раскрытия документа, определяющего дивидендную политику общества, на сайте общества в сети «Интернет»</p>
Категория II. Совет директоров общества	
Ключевой критерий 2.1	<p>Совет директоров определяет основные стратегические ориентиры деятельности общества на долгосрочную перспективу, ключевые показатели деятельности общества, осуществляет стратегическое управление обществом, определяет основные принципы и подходы к организации в обществе системы управления рисками и внутреннего контроля, контролирует деятельность исполнительных органов общества, определяет политику общества по вознаграждению членов совета директоров и исполнительных органов, а также реализует иные ключевые функции</p>
Принцип 2.1.1.	<p>В обществе сформирован совет директоров, который:</p> <p>определяет основные стратегические ориентиры деятельности общества на долгосрочную перспективу, ключевые показатели деятельности общества;</p> <p>контролирует деятельность исполнительных органов общества;</p> <p>определяет принципы и подходы к организации управления рисками и внутреннего контроля в обществе;</p> <p>определяет политику общества по вознаграждению членов совета директоров, исполнительных органов и иных ключевых руководящих работников общества</p>
Ключевой критерий 2.2.	<p>Совет директоров должен являться эффективным и профессиональным органом управления общества, способным выносить объективные независимые суждения и принимать решения, отвечающие интересам общества и его акционеров. Председатель совета директоров должен способствовать наиболее эффективному осуществлению функций, возложенных на совет директоров. Заседания совета директоров, подготовка к ним и участие в них членов совета директоров должны обеспечивать эффективную деятельность совета директоров</p>
Принцип 2.2.1.	<p>Председателем совета директоров является независимый директор или среди избранных независимых директоров определен старший независимый директор, координирующий работу независимых директоров и осуществляющий взаимодействие с председателем совета директоров</p>
Принцип 2.2.2.	<p>Внутренними документами общества закреплен порядок подготовки и проведения заседаний совета директоров, обеспечивающий членам совета директоров возможность надлежащим образом подготовиться к их проведению, и предусматривающий, в частности:</p> <p>сроки уведомления членов совета директоров о предстоящем заседании;</p> <p>сроки направления документов (бюллетеней) для голосования и получения заполненных документов (бюллетеней) при проведении заседаний в заочной форме;</p> <p>возможность направления и учета письменного мнения по вопросам повестки дня для членов совета директоров, отсутствующих на очном заседании;</p>

	возможность обсуждения и голосования посредством конференц-связи и видео-конференц-связи
Принцип 2.2.3.	Наиболее важные вопросы решаются на заседаниях совета директоров, проводимых в очной форме. Перечень таких вопросов соответствует рекомендациям Кодекса корпоративного управления
Ключевой критерий 2.3.	В состав совета директоров должно входить достаточное количество независимых директоров
Принцип 2.3.1.	Независимые директора составляют не менее одной трети избранного состава совета директоров
Принцип 2.3.2.	Независимые директора в полном объеме соответствуют критериям независимости, рекомендованным Кодексом корпоративного управления
Принцип 2.3.3.	Совет директоров (комитет по номинациям (кадрам, назначениям)) проводит оценку соответствия кандидатов в члены совета директоров критериям независимости
Ключевой критерий 2.4.	Совет директоров должен создавать комитеты для предварительного рассмотрения наиболее важных вопросов деятельности общества
Принцип 2.4.1.	Советом директоров общества создан комитет по аудиту, состоящий из независимых директоров, функции которого закреплены во внутренних документах и соответствуют рекомендациям Кодекса корпоративного управления
Принцип 2.4.2.	Советом директоров общества создан комитет по вознаграждениям (может быть совмещен с комитетом по номинациям (кадрам, назначениям)), состоящий из независимых директоров, функции которого соответствуют рекомендациям Кодекса корпоративного управления
Принцип 2.4.3.	Советом директоров общества создан комитет по номинациям (кадрам, назначениям) (может быть совмещен с комитетом по вознаграждениям), большинство членов которого являются независимыми директорами, функции которого соответствуют рекомендациям Кодекса корпоративного управления
Ключевой критерий 2.5.	Совет директоров должен обеспечивать проведение оценки качества работы совета директоров, его комитетов и членов совета директоров
Принцип 2.5.1.	Оценка качества работы совета директоров проводится на регулярной основе не реже одного раза в год, при этом не реже одного раза в три года такая оценка проводится с привлечением внешней организации (консультанта)
Категория III. Корпоративный секретарь общества	
Ключевой критерий 3.1	Эффективное текущее взаимодействие с акционерами, координация действий общества по защите прав и интересов акционеров, поддержка эффективной работы совета директоров обеспечиваются корпоративным секретарем (специальным структурным подразделением, возглавляемым корпоративным секретарем)
Принцип 3.1.1.	Корпоративный секретарь подотчетен совету директоров, назначается и снимается с должности по решению или с согласия совета директоров

Принцип 3.1.2.	В обществе утвержден внутренний документ, определяющий права и обязанности корпоративного секретаря (Положение о корпоративном секретаре), содержание которого соответствует рекомендациям Кодекса корпоративного управления
Принцип 3.1.3.	Корпоративный секретарь занимает позицию, не совмещаемую с выполнением иных функций в обществе. Корпоративный секретарь наделен функциями в соответствии с рекомендациями Кодекса корпоративного управления. Корпоративный секретарь располагает достаточными ресурсами для осуществления своих функций
Категория IV. Система вознаграждения членов совета директоров, исполнительных органов и иных ключевых руководящих работников общества	
Ключевой критерий 4.1.	Уровень выплачиваемого обществом вознаграждения должен быть достаточным для привлечения, мотивации и удержания лиц, обладающих необходимой для общества компетенцией и квалификацией. Выплата вознаграждения членам совета директоров, исполнительным органам и иным ключевым руководящим работникам общества должна осуществляться в соответствии с принятой в обществе политикой по вознаграждению
Принцип 4.1.1.	В обществе регламентированы все выплаты, льготы и привилегии, предоставляемые членам совета директоров, исполнительных органов и иным ключевым руководящим работникам общества
Ключевой критерий 4.2.	Система вознаграждения членов совета директоров должна обеспечивать сближение финансовых интересов директоров с долгосрочными финансовыми интересами акционеров
Принцип 4.2.1.	Общество не применяет других форм денежного вознаграждения членов совета директоров кроме фиксированного годового вознаграждения
Принцип 4.2.2.	В обществе членам совета директоров не предоставляется возможность участия в опционных программах и право реализации принадлежащих им акций общества не обуславливается достижением определенных показателей деятельности
Ключевой критерий 4.3.	Система вознаграждения исполнительных органов и иных ключевых руководящих работников общества должна предусматривать зависимость вознаграждения от результата работы общества и их личного вклада в достижение этого результата
Принцип 4.3.1.	В обществе внедрена программа долгосрочной мотивации членов исполнительных органов и иных ключевых руководящих работников общества
Категория V. Система управления рисками и внутреннего контроля	
Ключевой критерий 5.1.	В обществе должна быть создана эффективно функционирующая система управления рисками и внутреннего контроля, направленная на обеспечение разумной уверенности в достижении поставленных перед обществом целей
Принцип 5.1.1.	Советом директоров определены принципы и подходы к организации системы управления рисками и внутреннего контроля в обществе
Принцип 5.1.2.	В обществе создано отдельное структурное подразделение по управлению рисками и внутреннему контролю

Принцип 5.1.3.	В обществе разработана и внедрена антикоррупционная политика общества, определяющая меры, направленные на формирование элементов корпоративной культуры, организационной структуры, правил и процедур, обеспечивающих недопущение коррупции
Ключевой критерий 5.2.	Для систематической независимой оценки надежности и эффективности системы управления рисками и внутреннего контроля и практики корпоративного управления общество должно организовывать проведение внутреннего аудита
Принцип 5.2.1.	В обществе сформировано отдельное структурное подразделение, осуществляющее функции внутреннего аудита, функционально подчиненное совету директоров общества. Функции указанного подразделения соответствуют рекомендациям Кодекса корпоративного управления и к таким функциям, в частности, относятся: оценка эффективности системы внутреннего контроля; оценка эффективности системы управления рисками; оценка корпоративного управления (в случае отсутствия комитета по корпоративному управлению)
Принцип 5.2.2.	Руководитель подразделения внутреннего аудита подотчетен совету директоров общества, назначается и снимается с должности по решению совета директоров общества
Принцип 5.2.3.	В обществе утверждена политика в области внутреннего аудита (Положение о внутреннем аудите), определяющая цели, задачи и функции внутреннего аудита
Категория VI. Раскрытие информации об обществе, информационная политика общества	
Ключевой критерий 6.1.	Общество и его деятельность должны быть прозрачными для акционеров, инвесторов и иных заинтересованных лиц
Принцип 6.1.1.	В обществе утвержден внутренний документ, определяющий информационную политику общества, соответствующую рекомендациям Кодекса корпоративного управления. Информационная политика общества включает следующие способы взаимодействия с инвесторами и иными заинтересованными лицами: организация специальной страницы сайта общества в сети «Интернет», на которой размещаются ответы на типичные вопросы акционеров и инвесторов, регулярно обновляемый календарь корпоративных событий общества, а также иная полезная для акционеров и инвесторов информация; регулярное проведение встреч членов исполнительных органов и иных ключевых руководящих работников общества с аналитиками; регулярное проведение презентаций (в том числе в форме телеконференций, веб-кастов) и встреч с участием членов органов управления и иных ключевых руководящих работников общества, в том числе сопутствующих публикации бухгалтерской (финансовой) отчетности общества, либо связанных с основными инвестиционными проектами и планами стратегического развития общества
Принцип 6.1.2.	Реализация обществом информационной политики осуществляется исполнительными органами общества. Контроль за надлежащим раскрытием информации и соблюдением информационной политики осуществляет совет директоров общества

Принцип 6.1.3.	В обществе установлены процедуры, обеспечивающие координацию работы всех служб и структурных подразделений общества, связанных с раскрытием информации или деятельность которых может привести к необходимости раскрытия информации
Ключевой критерий 6.2.	Общество должно своевременно раскрывать полную, актуальную и достоверную информацию об обществе для обеспечения возможности принятия обоснованных решений акционерами общества и инвесторами
Принцип 6.2.1.	При наличии существенной доли иностранных инвесторов в капитале в обществе обеспечивается параллельно с раскрытием информации на русском языке раскрытие наиболее существенной информации об обществе (в том числе сообщения о проведении общего собрания акционеров, годового отчета общества) на иностранном языке, который является общепринятым на финансовом рынке
Принцип 6.2.2.	В обществе обеспечивается раскрытие информации не только о нем самом, но и о подконтрольных ему юридических лицах, имеющих для него существенное значение
Принцип 6.2.3.	Общество раскрывает годовую и промежуточную (полугодовую) консолидированную или индивидуальную финансовую отчетность, составленную в соответствии с Международными стандартами финансовой отчетности (МСФО). Годовая консолидированная или индивидуальная финансовая отчетность раскрывается вместе с аудиторским заключением, а промежуточная (полугодовая) консолидированная или индивидуальная финансовая отчетность – вместе с отчетом о результатах обзорной аудиторской проверки или аудиторским заключением
Принцип 6.2.4.	Обществом раскрыт специальный меморандум, содержащий планы в отношении общества лица, контролирующего общество. Указанный меморандум составлен в соответствии с рекомендациями Кодекса корпоративного управления
Принцип 6.2.5.	В обществе обеспечивается раскрытие подробной информации о биографических данных членов совета директоров, включая информацию о том, являются ли они независимыми директорами, а также оперативное раскрытие информации об утрате членом совета директоров статуса независимого директора
Принцип 6.2.6.	Общество раскрывает информацию о структуре капитала в соответствии с рекомендациями Кодекса корпоративного управления
Принцип 6.2.7.	Годовой отчет общества содержит дополнительную информацию, рекомендуемую Кодексом корпоративного управления: краткий обзор наиболее существенных сделок, в том числе взаимосвязанных сделок, совершенных обществом и подконтрольными ему юридическими лицами за последний год; отчет о работе совета директоров (в том числе комитетов совета директоров) за год, содержащий, в том числе, сведения о количестве очных (заочных) заседаний, об участии каждого из членов совета директоров в заседаниях, описание наиболее существенных вопросов и наиболее сложных проблем, рассмотренных на заседаниях совета директоров и комитетов совета директоров, основных рекомендаций, которые комитеты давали совету директоров; сведения о прямом или косвенном владении членами совета директоров и исполнительных органов общества акциями общества; сведения о наличии у членов совета директоров и исполнительных органов конфликта интересов (в том числе связанного с участием указанных лиц в органах управления конкурентов общества);

	<p>описание системы вознаграждения членов совета директоров, в том числе размер индивидуального вознаграждения по итогам года по каждому члену совета директоров (с разбивкой на базовое, дополнительное вознаграждение за председательство в совете директоров, за председательство (членство) в комитетах при совете директоров, размер участия в долгосрочной мотивационной программе, объем участия каждого члена совета директоров в опционной программе, при наличии таковой), компенсаций расходов, связанных с участием в совете директоров, а также расходов общества на страхование ответственности директоров как членов органов управления;</p> <p>сведения о суммарном вознаграждении за год:</p> <p>а) по группе из не менее пяти наиболее высокооплачиваемых членов исполнительных органов и иных ключевых руководящих работников общества с разбивкой по каждому виду вознаграждения;</p> <p>б) по всем членам исполнительных органов и иным ключевым руководящим работникам общества, на которых распространяется действие политики общества в области вознаграждения, с разбивкой по каждому виду вознаграждения;</p> <p>сведения о вознаграждении за год единоличного исполнительного органа, которое он получил или должен получить от общества (юридического лица из группы организаций, в состав которой входит общество) с разбивкой по каждому виду вознаграждения, как за исполнение им обязанностей единоличного исполнительного органа, так и по иным основаниям</p>
Ключевой критерий 6.3.	Предоставление обществом информации и документов по запросам акционеров должно осуществляться в соответствии с принципами равнодоступности и необременительности
Принцип 6.3.1.	В соответствии с информационной политикой общества акционерам общества, владеющим одинаковым количеством голосующих акций общества, обеспечивается равный доступ к информации и документам общества
Категория VII. Существенные корпоративные действия	
Ключевой критерий 7.1.	Действия, которые в значительной степени влияют или могут повлиять на структуру акционерного капитала и финансовое состояние общества и, соответственно, на положение акционеров (существенные корпоративные действия), должны осуществляться на справедливых условиях, обеспечивающих соблюдение прав и интересов акционеров, а также иных заинтересованных сторон
Принцип 7.1.1.	<p>Уставом общества определен перечень (критерии) сделок или иных действий, являющихся существенными корпоративными действиями, рассмотрение которых отнесено к компетенции совета директоров общества, включая:</p> <p>реорганизацию общества, приобретение 30 и более процентов голосующих акций общества (поглощение), увеличение или уменьшение уставного капитала общества, листинг и делистинг акций общества;</p> <p>сделки по продаже акций (долей) подконтрольных обществу юридических лиц, имеющих для него существенное значение, в результате совершения которых общество утрачивает контроль над такими юридическими лицами;</p> <p>сделки, в том числе взаимосвязанные сделки, с имуществом общества или подконтрольных ему юридических лиц, стоимость которого превышает указанную в уставе общества сумму или которое имеет существенное значение для хозяйственной деятельности общества;</p> <p>создание подконтрольного обществу юридического лица, имеющего существенное значение для деятельности общества;</p>

	отчуждение обществом казначейских и «квазиказначейских» акций
Ключевой критерий 7.2.	Общество должно обеспечить такой порядок совершения существенных корпоративных действий, который позволяет акционерам своевременно получать полную информацию о таких действиях, обеспечивает им возможность влиять на совершение таких действий и гарантирует соблюдение и адекватный уровень защиты их прав при совершении таких действий
Принцип 7.2.1.	Во внутренних документах общества установлен принцип обеспечения равных условия для всех акционеров общества при совершении существенных корпоративных действий, затрагивающих права и законные интересы акционеров, а также закреплены дополнительные меры, защищающие права и законные интересы акционеров общества, предусмотренные Кодексом корпоративного управления, включая: привлечение независимого оценщика, обладающего признанной на рынке безупречной репутацией и опытом оценки в соответствующей сфере, либо представление оснований непривлечения независимого оценщика при определении стоимости имущества, отчуждаемого или приобретаемого по крупной сделке или сделке, в совершении которой имеется заинтересованность; определение цены акций общества при их приобретении и выкупе независимым оценщиком, обладающим признанной на рынке безупречной репутацией и опытом оценки в соответствующей сфере, с учетом средневзвешенной цены акций за разумный период времени, без учета эффекта, связанного с совершением обществом соответствующей сделки (в том числе без учета изменения цены акций в связи с распространением информации о совершении обществом соответствующей сделки), а также без учета дисконта за отчуждение акций в составе неконтрольного пакета; расширение перечня оснований, по которым члены совета директоров общества и иные предусмотренные законодательством лица признаются заинтересованными в сделках общества с целью оценки фактической связанности соответствующих лиц

Источник: [О раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг, 2014]

Приложение 3. Исследование «истинной» независимости директоров

Параллельно с исследованием на тему соблюдения лучших практик корпоративного управления также было проведено исследование по независимости членов совета директоров в Российских компаниях с использованием расширенных критериев независимости. Причиной для выделения дополнительных критериев стало то, что в некоторых российских публичных компаниях независимые директора имеют связи с компанией, не обозначенные в Кодексе корпоративного управления. Кроме того, в Кодексе также отмечено, что перечислить все обстоятельства, влияющие на зависимость директора невозможно.

Данное исследование было проведено на выборке, используемой в основной части работы, однако вследствие отсутствия информации по некоторым компаниям, выборка была сокращена до 130 компаний. Данные по составу советов директоров были собраны на конец 2014 года. Исследование проводилось в том числе при помощи дополнительных источников информации, включающих крупные новостные ленты («Forbes», «РБК daily», «Коммерсантъ», «Ведомости»), а также сайты компаний. Исследование состояло в определении так называемой «истинной» независимости директоров в составе советов директоров российских компаний. Критерии «истинной» независимости исключают любые прямые и косвенные связи члена совета директоров с самой компанией, государством, ее акционерами и контрагентами. Кроме того, для некоторых критериев, обозначенных в Кодексе корпоративного управления, были расширены временные рамки в части давности занятия определенной должности (например, согласно Кодексу, зависимым считается директор, являвшийся в последние три года работником компании).

Согласно проведенному анализу независимости директоров, примерно в 31% компаний присутствует хотя бы один «истинно» независимый директор. Для сравнения в 70% компаний из той же выборки присутствует хотя бы один независимый директор, соответствующий критериям независимости, согласно Кодексу. Средняя доля независимых директоров по выборке составила 21%, доля «истинно» независимых директоров – около 6%.

Ниже представлены дополнительные критерии, которые использовались для выявления зависимости членов совета директоров, основанные на проанализированных связях директоров с компанией, государством, акционерами или контрагентом компании.

Зависимым с компанией считался директор:

- Когда-либо являвшийся членом совета директоров в подконтрольной или контролирующей компании (аффилированной компании);

- Когда-либо являвшийся работником акционерного общества, либо компании, реорганизованной в данное акционерное общество;
- Когда-либо являвшийся работником в компании, контролирующей компанию, в которой он является членом совета директоров, через третью компанию;
- Когда-либо являвшийся работником компании, подконтрольной той же компании, в которой он является членом совета директоров;

Зависимым с государством считался директор:

- Когда-либо являвшийся бывшим государственным служащим;

Зависимым с акционерами считался директор:

- Являющийся представителем отдельной группы акционеров;

Зависимым с контрагентом считался директор:

- Являющийся членом совета директоров в компании, которая является существенным контрагентом (кредитор, поставщик, потребитель и пр.);

Стоит отметить, что критерии выделялись весьма осторожно. Для выделения дополнительных критериев использовалась информация, полученная в ходе изучения информации о каждом директоре. Приведем некоторые примеры выявления зависимости по данным критериям.

Мироносецкий С.Н., являющийся членом совета директоров ПАО «ФСК ЕЭС», был отнесен к зависимым с компанией директорам, так как он также входит в состав совета директоров контролирующей компании «Россети». Таким образом, директор может лоббировать решения, принимаемые в аффилированной компании.

Акульшин В.Г., член совета директоров ПАО «Дальневосточная энергетическая компания» с 2008 года является сотрудником ПАО «СУЭК», контролирующей ПАО «ДЭК» через кипрскую компанию «Donalink». То есть в данном случае аффилированная компания контролирует ПАО «ДЭК» не напрямую. Кроме того, другой член совета директоров «ДЭК» Трубицын К.А. с 2013 года является сотрудником «Сибирской генерирующей компании», которая в 2011 году была выделена из компании «СУЭК». Также связь компаний подтверждает и то, что ООО «СГК» принадлежит кипрской компании «Siberian Energy Investments», владельцем которой – Андрей Мельниченко – является основным акционером «СУЭК», контролирующей компанию «ДЭК». Таким образом, оба члена совета директоров связаны с контролирующей компанией через третью компанию.

Другой пример связан с зависимостью с акционерами – Виталий Подольский, ставший представителем миноритарных акционеров в холдинге «Черкизово». Несмотря на

то, что директор был выбран в качестве независимого, на него осуществляется давление со стороны миноритарных акционеров, которых он представляет в совете директоров. Несомненно, присутствие представителя миноритарных акционеров в совете директоров поспособствует решению конфликтов между миноритарными и мажоритарными акционерами, однако сама идеология независимости директора как инструмента эффективного мониторинга в данном случае теряется.

Выделение дополнительных критериев основывается на предположении о том, что у директоров остаются неформальные связи с компанией, государством, контрагентом или акционером даже по истечении нескольких лет. Безусловно, выделение подобных критериев отражает субъективизм автора, но в то же время является первой попыткой приблизиться к пониманию независимости членов совета директоров как таковой, что также в будущем позволит переосмыслить и дополнить существующие критерии независимости.