Федеральное государственное бюджетное образовательное

учреждение высшего образования

Санкт-Петербургский государственный университет

Институт «Высшая школа менеджмента»

**СТРУКТУРА СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ И РЕЗУЛЬТАТИВНОСТЬ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ: ИССЛЕДОВАНИЕ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ С ГОСУДАРСТВЕННЫМ**

**УЧАСТИЕМ**

Выпускная квалификационная работа студентки 4 курса направление 38.03.02 – Менеджмент, шифр образовательной программы СВ.5070.2019

**УТКИНОЙ Дианы Дмитриевны**

\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_

Научный руководитель: к.э.н., доцент

Кафедры финансов и учета

ИЛЬИНА Юлия Борисовна

\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_

Рецензент: д.э.н., профессор

Кафедры финансов и учета

РОГОВА Елена Моисеевна

\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_

Санкт-Петербург

2023

**Заявление о самостоятельном выполнении выпускной квалификационной работы**

Я, Уткина Диана Дмитриевна, студентка 4 курса направления 38.03.02 «Менеджмент» (профиль подготовки – Финансовый менеджмент), заявляю, что в моей выпускной квалификационной работе на тему «Структура совета директоров и результативность деятельности: исследование российских компаний с государственным участием», 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.

Изображение выглядит как темный

Автоматически созданное описаниеМне 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)

26.05.2023 (Дата)

**Оглавление**

[Введение 4](#_Toc136001532)

[ГЛАВА 1. СОВЕТ ДИРЕКТОРОВ В КОМПАНИЯХ С ГОСУДАРСТВЕННЫМ УЧАСТИЕМ 7](#_Toc136001533)

[1.1 Корпоративное управление 7](#_Toc136001534)

[1.2 Институт совета директоров 9](#_Toc136001535)

[1.3 Особенности компаний с государственным участием 12](#_Toc136001536)

[1.4 Институт совета директоров в компаниях с государственным участием 16](#_Toc136001537)

[ГЛАВА 2. ОБЗОР ИССЛЕДОВАНИЙ О ВЗАИМОСВЯЗИ ХАРАКТЕРИСТИК СОВЕТОВ ДИРЕКТОРОВ И ФИНАНСОВОЙ РЕЗУЛЬТАТИВНОСТИ КОМПАНИЙ 23](#_Toc136001538)

[2.1 Совет директоров и финансовая результативность компаний 23](#_Toc136001539)

[2.2 Гипотезы исследования 27](#_Toc136001540)

[2.2.1 Размер совета директоров 27](#_Toc136001541)

[2.2.2 Независимые директора 29](#_Toc136001542)

[2.2.3 Исполнительные директора 30](#_Toc136001543)

[2.2.4 Гендерное разнообразие 32](#_Toc136001544)

[2.2.5 Государственные служащие 33](#_Toc136001545)

[2.2.6 Множественность директорский позиций 35](#_Toc136001546)

[2.2.7 Вовлеченность в экологическую и социальную деятельность 36](#_Toc136001547)

[ГЛАВА 3. ЭМПИРИЧЕСКОЕ ИССЛЕДОВАНИЕ 38](#_Toc136001548)

[3.1 Методология исследования 38](#_Toc136001549)

[3.2 Формирование выборки и описательная статистика 40](#_Toc136001550)

[3.3 Результаты регрессионного анализа 48](#_Toc136001551)

[3.4 Обсуждение полученных результатов и управленческие приложения 51](#_Toc136001552)

[Заключение 59](#_Toc136001553)

[Список использованной литературы 61](#_Toc136001554)

[Приложения 71](#_Toc136001555)

# Введение

В условиях глобализации, возросших геополитических рисков, постоянной цифровой трансформации, требующей гибкости и ежедневных изменений, усложняющихся экономических процессов и других факторов, с которыми сталкивается современная Россия, устойчивое развитие компании требует совершенствования корпоративного управления[[1]](#footnote-1). Сейчас от эффективности корпоративного управления в компании зависит ее благосостояние в долгосрочной перспективе. Развитая система корпоративного управления дает ряд преимуществ: повышается привлекательность для инвесторов, которых сейчас интересует не только финансовое положение компании; фирма получает возможность привлекать заемные средства на более выгодных условиях; при эффективной системе корпоративного управления повышается репутация компании, а управление бизнес-процессами становится более рациональным[[2]](#footnote-2).

В России государство считается крупнейшим акционером ведущих компаний в отрасли нефти и газа, электроэнергетики и промышленности. В исследовании, проведенным Научно-учебной лабораторией исследований в области бизнес-коммуникаций ВШЭ совместно с Ассоциацией профессиональных инвесторов, утверждается, что компании с государственным участием сильно влияют на общий уровень корпоративного управления в стране. Ряд таких компаний уже является бенчмарком качества и уровня корпоративного управления, однако им все еще есть к чему стремиться, в том числе в вопросах, связанных с формированием совета директоров[[3]](#footnote-3).

ESG-подход к управлению устойчивым развитием компаний является одной из самых актуальных тем во всем мире. В условиях высококонкурентной российской бизнес-среды основным дифференцирующим фактором становится ориентация на принципы экологической, социальной и управленческой ответственности (ESG). Большинство российских корпораций уже приняли ESG-повестку в качестве долгосрочного ориентира развития [Жукова, 2021]. ESG отражает значимые нефинансовые факторы для современного ответственного инвестора, который считает, что высокие показатели в области ESG уменьшают риски компании и дают более оптимистичные долгосрочные перспективы[[4]](#footnote-4). Согласно исследованию «Барометр устойчивой трансформации бизнеса 2022», проведенного E+ Change совместно с Kept, 78% экспертов считают, что в современных условиях именно государство должны быть ключевым драйвером продвижения ESG инициатив в России[[5]](#footnote-5).

Одним из основных внутренних механизмов корпоративного управления является институт совета директоров, который выступает посредником между акционерами и топ-менеджментом в треугольнике корпоративного управления. Совет принимает ключевые стратегические решения, нацеленные на максимизацию благосостояния собственников [Бухвалов, Смирнов, 2014]. Вопросы, связанные с влиянием совета директоров на результаты функционирования компании и ее эффективность, остаются как никогда актуальными. Совет директоров привлекает внимание множества исследователей, которые подтверждают в своих работах наличие взаимосвязи между его характеристиками и финансовой результативностью исследуемых компаний. Однако характер взаимосвязи вызывает сомнения, так как авторы работ не приходят к единым результатам.

Ввиду того, что в большинстве компаний ежегодно на общем собрании акционеров собственники избирают членов совета директоров, которые должны будут представлять их интересы, контролировать и оценивать действия топ-менеджмента, и принимать стратегические решения, акционеры должны выбрать наиболее эффективный состав совета директоров компании, который своими решениями будет способствовать достижению лучших финансовых показателей и максимизировать их благосостояние.

Цель данной работы состоит в выявлении взаимосвязи между характеристиками совета директоров и финансовой результативностью российских компаний с государственным участием. Для достижения поставленной цели были выдвинуты следующие задачи:

1. Провести анализ существующей литературы и обобщить результаты исследовательских и теоретических работ на данную тему;
2. Выявить основные характеристики совета директоров и показатели финансовой результативности компаний, выдвинуть гипотезы исследования;
3. Собрать необходимые данные, обосновать методологию анализа данных и провести эмпирическое исследование;
4. Проинтерпретировать результаты эмпирического исследования и дать практические рекомендации по совершенствованию состава совета директоров.

Структура исследовательской работы следует из поставленных задач. Первая глава фокусируется на проблематике корпоративного управления и на рассмотрении основных теорий, связанных с институтом совета директоров. Особое внимание уделяется особенностям корпоративного управления в российских компаниях с государственным участием и роли совета директоров в таких компаниях. Кроме того, проводится анализ исследований, посвященных основным изменениям, случившимся в советах директоров российских компаний в последние годы.

Во второй главе данной работы определены основные финансовые показатели деятельности компаний, проведен анализ существующей литературы, посвященной выявлению взаимосвязи между характеристиками совета директоров и финансовой результативностью российских и зарубежных компаний. Во второй главе сформулированы гипотезы данного исследования, которые будут проверены в дальнейшем.

Третья глава сосредоточена на эмпирическом исследовании, направленном на выявление значимой взаимосвязи между характеристиками совета директоров и финансовой результативностью компаний. Кроме того, в третьей главе отражена описательная статистика основных характеристик совета директоров и финансовых показателей, обоснован выбор метода исследования и проинтерпретированы полученные результаты. В последней главе также даны практические рекомендации для российских компаний, основанные на результатах регрессионного анализа.

Для проведения данного исследования была собрана выборка из 37 российских публичных компаний с государственным участием, торгующихся на Московской бирже в период с 2014 по 2021 год. Данные о финансовых результатах были собраны из аналитической системы СПАРК, данные по рыночной капитализации были найдены на официальном сайте Московской биржи, а для сбора данных о характеристиках совета директоров компаний из выборки были использованы годовые отчеты за исследуемые периоды.

# ГЛАВА 1. СОВЕТ ДИРЕКТОРОВ В КОМПАНИЯХ С ГОСУДАРСТВЕННЫМ УЧАСТИЕМ

## 1.1 Корпоративное управление

За последнее время значительное количество собственников российских компаний осознало необходимость в эффективной системе корпоративного управления и механизмах контроля за деятельностью менеджеров. Исследования доказывают, что наличие развитой системы корпоративного управления в компании, как правило, приводит к улучшению финансовых показателей, повышает качество принимаемых решений и помогает в достижении конкурентного преимущества.

Термин «корпоративное управление» появился в России относительно недавно, однако до сих пор не имеет однозначной формулировки. На государственном уровне впервые понятие было закреплено Федеральной службой по финансовым рынкам РФ в издании «Корпоративное управление: история и практика», где было отражено четыре стороны данного понятия. Корпоративное управление можно рассматривать как *систему отчетности* менеджеров перед акционерами; как *способ управления компанией*, обеспечивающий справедливое и равноправное распределение результатов деятельности между заинтересованными сторонами; как *комплекс мер и правил*, помогающих собственникам контролировать деятельность менеджеров с целью максимизации прибыли и стоимости фирмы; так и как *систему взаимоотношений* между менеджерами и акционерами по вопросам обеспечения эффективности деятельности компании и защиты интересов заинтересованных сторон[[6]](#footnote-6).

В научной литературе также нет унифицированного определения. Одним из наиболее исчерпывающих определений, по мнению автора работы, является следующее: корпоративное управление – это система взаимоотношений между собственниками компании и ее менеджерами, между различными группами акционеров и между компанией в целом и иными заинтересованными группами по вопросам обеспечения как интересов перечисленных участников корпоративных отношений, так и эффективной деятельности компании [Беликов, 2008, ст. 12]. В данной формулировке отражен основной смысл существования системы корпоративного управления, заключающийся в разделении прав собственности и прав управления компанией. Рассматриваемое определение подчеркивает важность показателей эффективности деятельности фирмы для различных заинтересованных сторон. Кроме того, стороны корпоративных отношений, в особенности акционеры и менеджеры, могут преследовать различные интересы. Собственнику больше важна ценность компании на рынке – ее капитализация, ему важно увеличить свое благосостояние как в краткосрочной, так и в долгосрочной перспективе. Однако менеджер может действовать исходя из иных соображений: он может стремиться к достижению только краткосрочных целей, отказываться от рискованных решений в пользу более консервативных, и, обладая ограниченной рациональностью [Simon, 1947], стремиться к увеличению собственного благосостояния, тем самым демонстрируя оппортунистическое поведение [Williamson, 1985]. Отсюда вытекает одно их ключевых противоречий, которое обуславливает необходимость корпоративного управления в фирме, - агентская проблема.

Теория агентских отношений (agency theory) впервые была затронута еще в американских работах в 30-годах XX века [Berle, Means, 1932], уже к тому времени авторы начали замечать отделение интересов управляющих компанией от интересов ее владельцев. В литературе агентская проблема стала распространяться как проблема «принципал-агент», подразумевая под собой, что ее возникновение связано с различием в интересах и стимулах собственника (принципала) и намерений менеджера (агента), нанятого принципалом для управления компанией. Ввиду отсутствия у собственников исчерпывающей информации об управлении компанией и действиях менеджмента возникает асимметрия информации, способствующая только усугублению агентской проблемы. Впервые асимметрия информации была описана в работе Дж. Акерлофа [Akerlof, 1970], в которой автор отметил, что на некоторых потребительских рынках характеристики и качество конкретного товара известны только продавцу.

Значительный вклад в развитие данной теории внесли М. Дженсен и У. Меклинг в 1976 году в работе «Теория фирмы: поведение менеджеров, агентские издержки и структура собственности» [Jensen, Meckling, 1976]. Авторы рассмотрели компанию как совокупность контрактов между основными заинтересованными сторонами: владельцами, топ-менеджментом и кредиторами. В работе подробно не только описана агентская проблема, возникающая между принципалом и агентом, но и сделан акцент на возникающих из-за данной проблемы особых транзакционных издержках [Coase, 1937] – агентских (agency costs). Агентские издержки связаны: во-первых, с затратами принципала, который вынужден осуществлять мониторинг действий менеджеров в связи с различиями их интересов и намерений; во-вторых, со связывающими издержками, то есть издержками механизмов гарантий добросовестности агентов; и, в-третьих, с остаточными потерями из-за расхождения принимаемых решений агентами с оптимальными решениями с точки зрения принципала.

Значительный вклад в развитие агентской теории внесли Ч. Хилл и Т. Джонс [Hill, Jones, 1992], сформулировав агентскую теорию заинтересованных сторон (stakeholder-agency theory), которая совмещает агентскую теорию и теорию заинтересованных сторон [Freeman, 1984; Post, Preston, Sachs, 2002]. Авторы в работе утверждают, что менеджер, принимая решения, должен исходить не только из интересов собственников, но и других заинтересованных сторон, и рассматривать компанию как систему контрактов между стейкхолдерами и менеджерами. В работе Э. Фримена [Freeman, 1984] впервые вводится понятие заинтересованной стороны (stakeholder) как «любой группы или индивида, которые могут повлиять или на которые влияет достижение целей организации».

Система корпоративного управления призвана решать агентскую проблему путем применения внешних и внутренних механизмов, отвечающих на вопрос «каким образом происходит взаимодействие заинтересованных сторон, организация и реализация власти в компании» [Бухвалов, Смирнов, 2014]. Механизмы корпоративного управления предоставляют гарантии, что менеджмент будет действовать в интересах владельцев [Shleifer, Vishny, 1997]. К основным внешним механизмам относятся законодательная база и система регулирования страны, влияющая на корпоративное управление и рыночные условия, рынок корпоративного контроля, рынок труда менеджеров и рынок первичных размещений акций (IPO). Внутренние механизмы корпоративного управления – это система мотивации и оплаты труда менеджеров, совет директоров, эффективная система контроля и аудита. Отдельно выделяют структуру долга и мониторинг со стороны держателей долга компании [Бухвалов, Смирнов, 2014].

Данная работа будет сфокусирована на одном из наиболее действенных внутренних механизмов корпоративного управления – совете директоров, который призван контролировать действия менеджмента, стимулировать и оценивать результаты их работы, принимать стратегические решения и решения в области дивидендной и финансовой политики.

## 1.2 Институт совета директоров

Совет директоров является коллегиальным органом общего управления компанией, который действует в интересах акционеров и подотчетен им. Совет директоров выступает посредником между акционерами (принципалами) и топ-менеджментом (агентами) в «треугольнике» корпоративного управления [Бухвалов, Смирнов, 2014].

В научной литературе особое место заслужили два подхода к оценке роли совета директоров в компании: агентская теория, фокусирующаяся на роли независимых директоров, и ресурсная теория, трактующая опыт, знания и навыки членов совета директоров как ресурсы развития компании [Долгопятов и др., 2015]. Сторонники агентской теории выделяют ключевую функцию совета директоров как контроль за деятельностью менеджеров для защиты интересов акционеров [Jensen, Meckling, 1976]. Ввиду неизбежности противоречий между агентом и принципалом, главной задачей совета директоров становится предотвращение оппортунистического поведения со стороны менеджеров [Fama, Jensen, 1983]. Присутствие в совете директоров независимого директора позитивно влияет на эффективность принимаемых советом директоров решений. Кроме того, такой директор может сглаживать конфликты между мажоритарными и миноритарными акционерами [Jiang, Peng, 2011; Young et al., 2008].

Важное место в исследованиях занимает ресурсная концепция, описывающая совет директоров как инструмент обеспечения доступа к ключевым ресурсам компании, функционирующей в неопределенной внешней среде. В своей работе Д. Пфеффер и Д. Саланчик отмечают, что в число ключевых ресурсов входит информация, доступ к капиталу и привлекательным контрактам [Pfeffer, Salancik, 1978]. Необходимо, чтобы потребности фирмы совпадали с ресурсами, которые могут предоставить директора [Pfeffer, 1972]. Так, независимые директора рассматриваются как источник связей и ресурсов, которых нет у менеджеров и акционеров [Geletkanycz, Boyd, 2011]. Б. Бойд в более ранней своей работе отмечает, что директора, занимающие директорские позиции в других компаниях, обладают «богатыми ресурсами», а значит, что этот критерий должен быть основополагающим при формировании состава совета директоров [Boyd, 1990]. Другие авторы обращают внимание на демографические признаки, профессиональный и отраслевой опыт члена совета директоров [Hillman, Withers, Collins, 2009; Johnson, Schnatterly, Hill, 2013].

Кроме основных теорий, существует теория управляющих (stewardship theory), согласно которой менеджерам можно доверять, ведь их интересы в большинстве случаев совпадают с интересами владельцев [Davis, Schoorman, Donaldson, 1997; Lane, Lubatkin, 1998]. Менеджеры работают не только на свою репутацию и признание, но и на финансовые показатели компании, важные для собственников. Так как в функции мониторинга менеджеров больше нет необходимости, более эффективным советом директоров будет считаться тот, в котором большую долю в составе занимают внутренние директора, обладающие полными знаниями о компании и приверженные ей [Davis, Schoorman, Donaldson, 1997].

После изучения основных подходов к оценке роли совета директоров в компаниях, необходимо рассмотреть институт совета директоров с позиции законодательных норм и особенностей функционирования в России. К основным документам, регулирующим деятельность механизмов корпоративного управления в России, относятся Федеральный закон № 208 «Об акционерных обществах» и Кодекс корпоративного управления, принятый в 2014 году. В соответствии с ФЗ № 208 «Об акционерных обществах», совет директоров (наблюдательный совет) является коллегиальным органом управления, члены которого избираются общим собранием акционеров на срок до следующего годового собрания акционеров для осуществления общего руководства деятельностью общества в пределах компетенций, не относящихся к компетенциям общего собрания акционеров. Согласно статье 64 ФЗ № 208 «Об акционерных обществах», совет директоров является обязательным элементом управления в компаниях, в которых численность акционеров превышает 50.

Законодательство регламентирует избрание членов совета директоров: избрание осуществляется кумулятивным голосованием, то есть число голосов, принадлежащих акционеру, умножается на количество лиц, избираемых в совет директоров, и акционер может отдать полученные голоса либо полностью за одного кандидата, либо распределить голоса среди нескольких или всех кандидатов. Набравшие наибольшее количество голосов кандидаты и избираются в совет директоров. Согласно Кодексу корпоративного управления, численный состав совета директоров должен быть достаточным для того, чтобы миноритарные акционеры могли избрать своего представителя, и чтобы совет директоров эффективно организовывал свою работу и работу комитетов Совета [п. 2.3.4, Кодекс корпоративного управления]. Законодательство также устанавливает минимальный размер совета директоров для публичных акционерных обществ – 5 человек, для акционерного общества с числом акционеров (владельцев голосующих акций) более 1 тысячи - 7 членов, для общества с числом акционеров (владельцев голосующих акций) более 10 тысяч - 9 членов [ст. 66, ФЗ «об АО», 1995].

К основным компетенциям совета директоров законодательство РФ относит целый спектр задач: определение приоритетных направлений деятельности общества, осуществление стратегического руководства, защита прав акционеров, урегулирование корпоративных конфликтов, формирование дивидендной политики, образование исполнительного органа, контроль за его деятельностью и оценка результатов работы, решение вопросов по управлению уставным капиталом и активами, предварительное утверждение годового отчета и годовой финансовой отчетности, управление рисками и определение принципов организации внутреннего контроля и аудита. Многие эксперты выделяют две ключевые компетенции совета директоров: это мониторинг исполнительного органа – менеджеров компании – и осуществление стратегического руководства. Тем не менее, изначально деятельность совета директоров в России носила формальный характер, так как в 1990-х годах происходило принудительное внедрение норм корпоративного управления. Однако для развития международных отношений и выхода на зарубежные рынки компаниям пришлось решать проблемы, связанные с защитой прав миноритариев и с недостаточной прозрачностью бизнеса, что привело к изменению роли совета директоров: от формального института власти до эффективного механизма повышения инвестиционной привлекательности компании и реального инструмента корпоративного управления [Дуляк, 2015].

Ключевой фигурой в совете директоров любого акционерного общества является Председатель, избираемый членами Совета из их числа большинством голосов. Из приказа Росимущества от 21.11.2013 № 357 «Об утверждении Методических рекомендаций по организации Совета директоров в АО» следует, что Председатель выполняет ряд важных задач: планирует работу Совета, инициирует и организовывает ежегодную оценку его деятельности, а также интерпретирует результаты оценки для акционеров.

Нельзя не отметить особое влияние государства в российской экономике и роль компаний с государственным участием. Как отмечалось ранее, в исследовании, проведенным Научно-учебной лабораторией исследований в области бизнес-коммуникаций ВШЭ совместно с Ассоциацией профессиональных инвесторов, утверждается, что компании с государственным участием сильно влияют на общий уровень корпоративного управления в стране[[7]](#footnote-7). Именно поэтому данное исследование фокусируется на изучении характеристик советов директоров таких компаний.

## 1.3 Особенности компаний с государственным участием

Специфика деятельности компаний с государственным участием в структуре собственности волнует многих зарубежных и отечественных исследователей в сфере корпоративного управления [Березинец, Ильина, Смирнов, 2016; Авдашева, Долгопятова, Пляйнес, 2007; Daiser, Ysa, Schmitt, 2017]. Особое внимание в практике корпоративного управления заслужили государственные компании из стран ОЭСР (США, Великобритания, Швейцария, Сингапур и другие). И. Ю. Беляева и М.М. Пухова [Беляева, Пухова, 2014] в своей работе рассмотрели опыт компаний с государственным участием как раз из развитых стран ОЭСР, ведь именно там реализуются наиболее эффективные механизмы по улучшению системы корпоративного управления. В 2005 году было разработано «Руководство ОЭСР по корпоративному управлению на государственных предприятиях», в котором термин «госпредприятия» относится к предприятиям, которые государство контролирует через стопроцентную, контрольную или неконтрольную, но значительную долю собственности [Вишневская, 2010]. И. Ю. Беляева и М.М. Пухова отмечают некоторые основные рекомендации ОЭСР: рынок должен быть справедливым и открытым одинаково к государственным и негосударственным компаниям, для которых должны быть одинаковые конкурентные условия; на государственные предприятия распространяются общие законы и правила, обеспечивающие соблюдение прав всех заинтересованных сторон; правительство как акционер должно быть информированным и активным собственником. Кроме того, в таких странах нет принципиальных различий в структуре совета директоров госпредприятий и частных компаний, однако в некоторых государственных компаниях присутствуют представители главного акционера – государства в составе совета директоров, что характерно для Швеции, Германии и Франции. Другой особенностью части стран ОЭСР является присутствие представителей работников в составе совета директоров, это можно встретить в Австрии, Германии, Чехии и других странах, в которых у работников есть дополнительные юридические возможности.

История российских компаний с государственным участием берет свое начало в 1990-х годах, после активных процессов приватизации, когда были образованы акционерные общества с различной структурой капитала. Согласно классификации ОЭСР моделей управления в государственных компаниях, Россия относится к «дуальной» модели, то есть кроме отраслевого («функционального») министерства определенные права в отношении компаний в госсобственности воплощает специальный орган финансово-экономического плана [Березинец, Ильина, Смирнов, 2016]. В соответствии с Постановлением Правительства РФ от 03.12.2004 №738, ключевым органом, на который возложено осуществление прав собственности от имени государства, является Росимущество. Согласно «дуальной» модели, Росимущество осуществляет права акционера на основании предложений «функционального» органа, которому «отведены функции выработки государственной политики, координации и регулирования в соответствующей сфере деятельность АО»[[8]](#footnote-8). К примеру, в роли отраслевого органа может выступать Минпромторг, Минсельхоз или Минэнерго России. Акционером госкомпании может выступать не только Росимущество, а также некоммерческие организации – ГК «Ростех» и ГК «Внешэкономбанк» и Центральный Банк РФ. Также владельцем может выступать субъект РФ или муниципальный орган, однако такую компанию только косвенно можно отнести к государственной. Например, доля Республики Татарстан в капитале компании ПАО «Татнефть» составляет 34%[[9]](#footnote-9).

На сегодняшний день государство является мажоритарным акционером большинства крупнейших предприятий в сфере промышленности, полезных ископаемых, электроэнергетике и многих других. Оценки доли госсектора в экономике среди экспертов сильно разнятся, ведь, согласно Аналитическому центру при Правительстве РФ, не существует единого метода этой оценки[[10]](#footnote-10). Эксперты Международного валютного фонда (МВФ) утверждают, что в 2016 доля госсектора составляла 33% от общего производства в стране[[11]](#footnote-11), тогда как ФАС говорит об увеличении влияния государства с 35% в 2005 году до 70% в 2015[[12]](#footnote-12). Аналитическое агентство Moody’s оценивает долю госсектора в 40–50%, что также соответствует данным Центра стратегических разработок (ЦСР) по итогам 2016 года – 46% от ВВП России[[13]](#footnote-13). МВФ в докладе подчеркивает, что государственное участие особенно велико в стратегических отраслях: добыча нефти и газа, оборона, естественные монополии и государственные службы (электроэнергия, транспорт, водоснабжение). Тогда как частными отраслями являются сельское хозяйство, торговля и пищевая промышленность. Кроме того, государство сильно доминирует в финансовом секторе: более двух третей банковской системы является собственностью государственных банков. Если единой оценки доли госсектора в экономике страны эксперты дать не могут, то единое мнение о влиянии значительного участия государства в экономике прослеживается во всех отчетах. Доминирование госсектора отрицательно влияет на рыночную конкуренцию, создавая неравные условия для деловой активности, препятствует росту инвестиций и производительности. В 2021 году ЦСР уже оценивает долю госсектора в 56,2% как исторический максимум. В связи с недавними новыми геополитическими рисками министр экономического развития Максим Решетников утверждает, что роль государства должна только возрасти, что станет ответом на замедление деловой активности[[14]](#footnote-14).

Кроме прямого участия государства в структуре собственности многих АО, в России распространено косвенное участие через контроль над материнской компанией, имеющей власть над дочерним обществом. Ярким примером является крупнейший российский энергохолдинг – ПАО «Россети», контрольный пакет акций которого принадлежит Росимуществу в размере 88%[[15]](#footnote-15). Россети имеет множество дочерних акционерных обществ, которые из-за значительного влияния государства на материнскую компанию также относятся к компаниям с государственным участием (ПАО «Россети Ленэнерго», ПАО «ФСК ЕЭС», ПАО «Россети Юг» и другие).

Государство прямо или косвенно владеет многими публичными акционерными обществами. На Московской бирже представлены 2 индекса, связанных с государством: индекс компаний с государственным (прямым) участием – MOEX SCI (ПАО «Сбербанк России», ПАО «Газпром», ОАО «НК «Роснефть», АК «АЛРОСА» и еще 11 компаний) и индекс компаний с регулируемой деятельностью – MOEX RCI (ПАО «Ростелеком», ОАО «АК «Татнефть», ПАО «НМТП» и еще 13 компаний)[[16]](#footnote-16). На Рисунке 1 показано изменение индексов к значениям 2011 года. Наибольший рост показывает индекс компаний с государственным участием, который к 2021 году вырос на 280%, индекс МосБиржи вырос на 170%, тогда как индекс компаний с регулируемой деятельностью вырос лишь на 60%. В 2022 году, когда рынок значительно упал, индекс IMOEX снизился на 43% по сравнению с предыдущим годом, тогда как индекс MOEX SCI уменьшился на 35%, а MOEX RCI на 30%.

1. Доходность индексов IMOEX, MOEX SCI, MOEX RCI к 2011 году  
   Источник: Индексы акций государственного сектора // Московская Биржа URL: https://www.moex.com/ru/index/publicsector/

До недавнего времени Положение Банка России от 27.03.2020 № 714 обязывало публичные акционерные общества раскрывать информацию в форме годовых отчетов, в которых должна была быть включена информация о соблюдении принципов и рекомендаций Кодекса корпоративного управления. Постановлением Правительства от 12.03.2022 № 351 «Об особенностях раскрытия и предоставления в 2022 году информации ...» было установлено, что эмитенты ценных бумаг вправе осуществлять раскрытие корпоративной информации в ограниченном составе и (или) объеме либо отказаться от раскрытия, если это может привести к введению мер ограничительного характера. Данная мера должна защитить российские компании от санкций со стороны недружественных государств. Осенью 2022 года Правительство продлило постановление до июля 2023 года[[17]](#footnote-17). Среди компаний, которые отказались публиковать отчеты за 2021 год, есть значительное количество компаний с государственным участием, например ПАО «Алроса», ПАО «Газпром Нефть», ПАО «Транснефть» и другие. Некоторые компании стали частично раскрывать информацию о составе совета директоров, ссылаясь на постановление Правительства РФ – ПАО «Корпорация «Иркут», ПАО «Аэрофлот», ПАО «Ростелеком».

Наличие государства в структуре собственности позволяет компаниям (особенно со значительной долей государства) снизить риск банкротства и риск враждебного поглощения. Государство также способно регулировать тарифы в различных отраслях, предоставлять доступ к финансовым ресурсам, что способствует устойчивому развитию таких компаний. Однако менеджерам может быть свойственно оппортунистическое поведение, что требует функционирования эффективных механизмов корпоративного управления [Березинец, Ильина, Смирнов, 2016].

Ключевым внутренним механизмом корпоративного управления в государственных компаниях является совет директоров, призванный защищать интересы собственников, осуществлять стратегическое управление компанией и контролировать деятельность менеджмента. Государство является определенным типом собственника, ведь оно может не только контролировать деятельность компании, но и накладывать законодательные ограничения. Кроме того, государство может иметь иные цели, отличные от целей частных акционеров, то есть быть заинтересовано не столько в росте ценности компании, а больше в удовлетворении более широких, общественных интересов. Таким образом, преследуемые государством интересы могут влиять на структуру и состав совета директоров [Березинец, Ильина, Смирнов, 2016].

## 1.4 Институт совета директоров в компаниях с государственным участием

Структура совета директоров компаний с государственным участием зависит от множества факторов: доли государственной собственности и доли акций, находящихся в свободном обращении, размера компании, отрасли и значимости компании на рынке, ее стратегии и необходимых для эффективной деятельности ресурсов [Березинец, Ильина, Смирнов, 2016]. Так, способность поддерживать «доверительные» отношения с аутсайдерами может иметь высокое значение для компаний с государственной собственностью, к примеру, планирующих размещение своих акций на бирже. Если компания хочет выходить на новые рынки и создавать новые продукты, то доступ к внешней информации и компетенциям у членов совета директоров может сыграть значительную роль [Березинец, Ильина, Смирнов, 2016].

Члены совета директоров компаний с государственным участием подразделяются на исполнительных (внутренних) директоров, которые непосредственно управляют компанией, и неисполнительных (внешних), которые, в свою очередь, могут быть либо зависимыми, то есть представителями акционеров, либо независимыми. В соответствии с Кодексом корпоративного управления, важнейшей рекомендацией при формировании совета директоров является наличие достаточного количества независимых членов, то есть «лиц, которые обладают достаточными профессионализмом, опытом и самостоятельностью для формирования собственной позиции, способны выносить объективные и добросовестные суждения, независимы от влияния исполнительных органов общества, отдельных групп акционеров или иных заинтересованных сторон» [п. 2.4.1, Кодекс корпоративного управления]. Совет директоров должен проводить регулярную оценку независимости кандидатов и осуществлять анализ независимости членов на предмет соответствия критериям независимости [п. 2.4.2, Кодекс корпоративного управления]. Чтобы независимые директора смогли влиять на принимаемые решения, они должны составлять не менее одной трети от всего состава совета директоров [п. 2.4.3, Кодекс корпоративного управления].

Зависимые директора делятся на представителей государства, состоящих на государственной службе, и прочих аффилированных с компанией зависимых директоров. В крупных компаниях с государственным участием в роли представителей государства могут выступать Министры и их заместители, представители Администрации Президента и Правительства РФ, представители органов субъектов, члены партий и другие лица, связанные с государством. Вдобавок, до недавнего времени в российских компаниях с государственным участием выделяли отдельно роль профессионального поверенного, который отличался от независимого директора тем, что он руководствовался порядком, установленным Правительством РФ, осуществляя голосование в соответствии с директивами уполномоченных органов госвласти. Профессиональный поверенный не являлся госслужащим, однако представлял интересы государства. Независимые директора и профессиональные поверенные отбирались в состав совета директоров компаний с государственным участием Росимуществом [Амбарднишвили, Березинец, Ильина, Смирнов, 2017]. Тем не менее, некоторые компании сохранили профессиональных поверенных, например, в ПАО «Совкомфлот» в 2020 году из 11 членов совета директоров 8 считались профессиональными поверенными.

В исследовании, проведенным Научно-учебной лабораторией исследований в области бизнес-коммуникаций ВШЭ совместно с Ассоциацией профессиональных инвесторов[[18]](#footnote-18), утверждалось, что российским компаниям с государственным участием есть куда стремиться в вопросах, касающихся корпоративного управления. В том числе необходимо совершенствование системы формирования Советов директоров. В исследовании выделяется ключевая проблема компаний с государственным участием –независимые директора, полностью соответствующие правилам листинга Московской биржи и требованиям Кодекса, избраны менее чем в половине компаний в исследовании. В остальных компаниях лишь небольшое число членов Совета отвечают критериям независимости, тогда как большинство фактически так или иначе связаны либо с государством, либо с другой заинтересованной стороной. Пока российские госкомпании не всегда соответствуют международным стандартам в сфере корпоративного управления. В исследовании также отмечается, что уровень корпоративного управления в компаниях с государственным участием, занимающих значительную долю рынка, влияет на уровень корпоративного управления в стране. Некоторые из проанализированных в исследовании компаний уже являются бенчмарком уровня и качества корпоративного управления для других компаний.

В 2020 году консалтинговое агентство Stanton Chase опубликовало отчет об изменениях в советах директоров крупнейших российских публичных компаний. В исследовании эксперты сравнивали показатели 2019 года с аналогичными показателями 2012, чтобы проследить тенденции в развитии корпоративного управления и института совета директоров в России[[19]](#footnote-19). Stanton Chase выяснило, что в 2019 году средний размер совета директоров составляет 11 человек; независимые директора составляют 29% от общей численности, тогда как в 2012 году этот показатель был 39%; доля исполнительных равна 15%; средняя доля женщин в 2019 году - 12%, а в 2012 – 8%; большинство директоров (89%) участвуют лишь в одном совете директоров, тогда как остальные в двух и более. В 2021 году в подобном отчете эксперты сравнили показатели 2020 и 2019 года и обнаружили, что в основном показатели значительно не изменились, однако доля независимых директоров выросла на 4 процентных пункта[[20]](#footnote-20). Что касается характеристик Председателя, то доля независимых председателей в общем числе равна 15%, а доля госслужащих – 13%. Другое консалтинговое агентство – Spenser Stuart провело ежегодное исследование «Российский индекс советов директоров 2020» и выявило, что средний размер совета директоров составил 9–11 человек[[21]](#footnote-21). Доля исполнительных директоров сильно не изменилась и осталась на уровне 13–14% от общего количества, тогда как доля независимых директоров выросла с 36,7% до 42,2% (в 2014 году – 39% доля независимых директоров). Эксперты также отметили, что сократилась доля компаний, которые не следуют рекомендациям Кодекса о доли независимых директоров равной 1/3. Несмотря на то, что представленность женщин в составах российских советов директоров одна из самых низких по сравнению с международной практикой, произошли значительные изменения в гендерном разнообразии в советах директоров компаний Индекса РТС: доля женщин–директоров выросла с 8,4% до 10,5%, также в 1,6 раза уменьшился процент компаний, которые не имеют женщин в своих советах директоров (с 37% до 23%). Кроме того, агентство провело анализ доли иностранных директоров и обнаружило, что их доля составляет около 30% и что из них 72% являются независимыми.

Что касается более актуальных данных, национальное объединение корпоративных секретарей (НОКС) совместно с консультантами компании КФР подготовили обзор практик корпоративного управления в России в 2022 году. Основной вывод исследования – несмотря на все вызовы 2022 года, корпоративное управление в российских компаниях демонстрирует высокий уровень устойчивости и остается эффективной системой. Советы директоров остаются важнейшими органами стратегического управления и профессиональной экспертизы в компаниях. Отмечается уход большинства иностранных директоров под влиянием санкций, что стало первым из вызовов, с которыми пришлось столкнуться компаниям. В 75% компаний число иностранных директоров снизилось, причем в половине из них – до нуля. Однако количественный состав почти не изменился, поэтому доля новых директоров за 2022 год составила 80%. Компании сохраняют высокую долю (37%) независимых директоров[[22]](#footnote-22).

Для компаний с государственным участием, занимающим существенную долю на рынке, особенно важно следовать современным тенденциям в области формирования советов директоров, так как такие компании являются бенчмарком для остальных и влияют на уровень корпоративного управления всей страны. В интервью для журнала «Риск-менеджмент. Практика» эксперты ответили на вопросы, касающиеся новых требований к членам советов директоров. Отмечается, что от директоров в современном мире требуется умение работать в неопределенности, высокая скорость принятия решений и развитые навыки работы с большим объемом информации. Безусловно, сегодня для всех компаний и советов директоров на первый план выходит тематика устойчивого развития[[23]](#footnote-23). В отчете Stanton Chase 2021 года была затронута тема устойчивого развития и ESG (Environmental, Social and Governance) повестки, которая приобретает большую популярность в последнее время. Большинство компаний (86%) относят аспекты устойчивого развития к стратегическим приоритетам, некоторые компании создали специализированные комитеты по устойчивому развитию. 76% от всех компаний публично раскрывают информацию об устойчивом развитии[[24]](#footnote-24). Центральный банк РФ рекомендовал членам советов директоров российских публичных компаний при выработке стратегии учитывать ESG-факторы, так как интеграция учета данных факторов играет важную роль в долгосрочной ценности компании[[25]](#footnote-25). В исследовании PwC «Устойчивое развитие в фокусе внимания советов директоров» утверждается, что 89% членов российских советов директоров уже приняли решения по интеграции устойчивого развития в стратегию компании, 35% директоров считают, что знания в данной области дадут преимущества их компании. Кроме того, 81% полагает, что нефинансовые данные об успехах в устойчивом развитии компании повышают ее инвестиционную привлекательность, так как, по их мнению, инвесторов кроме финансовых результатов и движений курса акций интересуют вопросы, связанные с корпоративной социальной ответственностью и устойчивым развитием, с корпоративным управлением, с гендерным разнообразием и с изменением климата[[26]](#footnote-26).

Что касается развития темы устойчивого развития в России в 2022 году, то она остается актуальной для 60% российских компаний. В ежегодном исследовании «Барометр устойчивой трансформации бизнеса 2022», проведенного E+ Change совместно с Kept, был выявлен основной драйвер для развития ESG-принципов – это активное продвижение данных инициатив на государственном уровне. Однако директора отметили появление новых барьеров для развития ESG-принципов: 74% опрошенных считают, что в текущих условиях компании будут направлять все свои ресурсы на решение проблем, связанных с сохранением бизнеса, позиции на рынке, ключевых сотрудников и с адаптацией к санкционному давлению. Более того, 61% директоров отмечают сокращение бюджетов на ESG-проекты, а 52% выделяют сложности с долгосрочным планированием[[27]](#footnote-27). Центр устойчивого развития СКОЛКОВО в исследовании «Корпоративное управление и ESG-трансформация российских компаний» также отмечает возросшую роль регулятора в 2022 году в стимулировании развития устойчивого развития в российских компаниях. Ключевой мотивацией для реализации принципов ESG являются запросы со стороны инвесторов, отмечают 73% членов советов директоров. Другие стейкхолдеры, такие как государство, клиенты/потребители, также играют немаловажную роль в совершенствовании устойчивого развития в компаниях[[28]](#footnote-28). Теме устойчивого развития посвящено множество работ и исследований, которые отмечают рост значимости данной повестки для компаний на протяжении последних лет и ее влияние на ценность и привлекательность компании на рынке, а также увеличение роли совета директоров в развитии ESG-направления и внедрения его в долгосрочную стратегию компании.

Для российской практики, характеризующейся высокой концентрацией собственности в руках одного акционера, высокой роли государства в экономике и большого числа компаний с государственным участием, совет директоров становится важнейшим механизмом корпоративного управления, выполняющим такие важные функции в компании, как составление стратегических планов и мониторинг деятельности топ-менеджмента, что позволяет уменьшить агентские издержки. Таким образом, перед акционерами компаний стоит проблема формирования эффективного совета директоров, который не только защитит их интересы, но и позволит своими решениями улучшить финансовые показатели компании и ее ценность на рынке.

Многие российские авторы рассуждают о роли совета директоров и его влиянии на эффективность деятельности компании. В своих работах исследователи анализируют различные характеристики совета директоров, большинство из них фокусируются на размере совета директоров, на роли независимых и исполнительных директоров, на гендерном разнообразии [Березинец, Ильина, Черкасская, 2013; Березинец, Ильина, Смирнов, 2016]. Ю. И. Дуляк в своей работе концентрируется на ресурсной теории и анализирует такие характеристики членов совета директоров, как отраслевой, управленческий опыт, особенности человеческого и социального капитала [Дуляк, 2015].

К основным характеристикам совета директоров, которые вызывают споры у множества исследователей, можно отнести оптимальный численный состав совета директоров, количество исполнительных и независимых директов в общем числе, гендерное разнообразие, совмещение директорских позиций и долю директоров, имеющих опыт работы в госорганах. Ввиду актуальности темы устойчивого развития и ESG-повестки, в данной работе будет исследована ранее не изученная характеристика членов совета директоров, а именно их участие в некоммерческих организациях, связанных с развитием экологического и социального направления.

# ГЛАВА 2. ОБЗОР ИССЛЕДОВАНИЙ О ВЗАИМОСВЯЗИ ХАРАКТЕРИСТИК СОВЕТОВ ДИРЕКТОРОВ И ФИНАНСОВОЙ РЕЗУЛЬТАТИВНОСТИ КОМПАНИЙ

## 2.1 Совет директоров и финансовая результативность компаний

Взаимосвязь состава совета директоров с финансовой результативностью компаний является предметом многочисленных отечественных и зарубежных исследований. Измерение финансовой результативности является неотъемлемой частью деятельности любой организации, которое проводится для оценки текущего состояния и сравнения с ранее поставленными целями. Способы определения и идентификации результативности, выбор необходимых финансовых показателей и их интерпретация могут различаться у авторов научных работ. Результаты исследований сильно зависят от выбора того или иного финансового показателя, так как нет единого мнения о том, в какой степени решения совета директоров или действия высшего менеджмента способны влиять на финансовую результативность [Березинец, Ильина, Черкасская, 2013]. Таким образом, под финансовой результативностью в данном исследовании будет пониматься способность компании повышать ценность инвестиций, вложенных в ее развитие. Тогда показателями финансовой результативности будут считаться финансовые коэффициенты, отражающие способность компании увеличивать ценность вложенных в нее инвестиций.

Наиболее распространённым подходом среди авторов работ на данную проблематику является разделение показателей на бухгалтерские и рыночные. В одних работах исследуются только бухгалтерские показатели [Kramarić, Aleksic, Bach, 2018; Kathuria, Dash, 1999; Березинец, Гаранина, Ильина, 2018; Bond, 2009] или только рыночные [Березинец, Ильина, Черкасская, 2013; Разумова, Иванова, 2020], тогда как другие авторы при анализе взаимосвязи характеристик совета директоров и финансовой результативности компаний исследуют комбинацию из этих коэффициентов [Завертяева, Попова, 2021; Rodriguez-Fernandez, 2016].

Бухгалтерскими показателями являются те показатели финансовой результативности, расчеты которых основаны на данных финансовых отчетностей компаний. Преимущество данных показателей заключается в том, что они отражают текущую деятельность компании и не подвержены влиянию ожиданий в отношении будущего. Однако, ввиду того что они основаны на данных отчетностей, результатами которой в той или иной степени менеджмент может манипулировать, бухгалтерские показатели могут не отражать действительности [Brealey et al., 2011, с. 712–713]. Тем не менее, в работе [Дуляк, 2015] автор отмечает, что при анализе компаний, действующих в переходных экономиках, исследователи больше опираются на бухгалтерские показатели, так как финансовые рынки в таких странах недостаточно развиты. К основным бухгалтерским показателям относят показатель рентабельности активов (ROA, Return on Assets), показатель рентабельности собственного капитала (ROE, Return on Equity), показатель рентабельности инвестированного капитала (ROIC, Return on Invested Capital).

Показатель ROA отражает отдачу от использования суммарных активов компании. Он позволяет оценить работу менеджмента и показывает, сколько чистой прибыли в расчете на денежные единицы приносит каждая единица активов, имеющихся в распоряжении компании. Увеличение данного показателя демонстрирует эффективную работу менеджмента и рост эффективности использования ресурсов. В общем виде показатель рентабельности активов рассчитывается как отношение чистой прибыли (убытков) к величине совокупных активов:

*, гдe*

*NI — величина чистой прибыли,*

*TA — балансовая стоимость активов.*

Однако, так как в знаменатель включен весь капитал компании, в том числе и заемный, необходимо рассчитывать эффективность вложенных средств не только для акционеров, но и для долгосрочных кредиторов. Проценты к уплате необходимо корректировать на налоговый щит, чтобы оценить сколько компания могла бы заработать, если бы финансировалась только собственным капиталом. Кроме того, это позволяет сравнивать рентабельность компаний с разной долговой нагрузкой [Brealey et al., 2011, с. 712]. Таким образом, ROA может рассчитываться как отношение дохода инвесторов к величине совокупных активов:

*, гдe*

*NI — величина чистой прибыли,*

*In – проценты к уплате по долгосрочному долгу,*

*T – ставка налога на прибыль,*

*TA — балансовая стоимость активов.*

Ввиду более распространённого подхода расчета показателя рентабельности активов как отношения чистой прибыли (убытков) к совокупным активам, в данной работе будет использован именно этот подход при расчете.

Рентабельность собственного капитала (ROE) является другим важным показателем рентабельности инвестиций, который показывает эффективность использования денежных средств акционеров для получения прибыли. Показатель ROE рассчитывается как отношение чистой прибыли к собственному капиталу [Там же, с. 712]:

*, где*

*NI — величина чистой прибыли,*

*E — балансовая стоимость собственного капитала компании.*

Среди ключевых показателей рентабельности инвестиций можно также выделить показатель рентабельности инвестированного капитала (ROIC), показывающий доходность долгосрочного капитала, привлеченного из внешних источников, и рассчитывающийся как отношение чистой операционной прибыли к инвестированному капиталу, равному сумме собственного капитала и долгосрочных обязательств[[29]](#footnote-29):

*, где*

*EBIT – величина прибыли до вычета налогов и процентов,*

*T — ставка налога на прибыль,*

*IC – величина инвестированного капитала.*

Показатель ROIC, как и показатель ROA, демонстрирует эффективность деятельности компании с точки зрения использования привлеченного собственного и заемного капитала, однако ROIC основан на прибыли до вычета процентов по кредитам, а значит отражает доходы как акционеров, так и кредиторов. Кроме того, в показатель ROIC включен только собственный и долгосрочный заемный капитал, тогда как при расчете показателя ROA учитывается и краткосрочные обязательства.

К рыночным показателям финансовой результативности относят коэффициенты, рассчитанные на основе рыночных данных. Актуальность использования рыночных показателей обуславливается интересом акционеров в росте ценности их активов и в увеличении доходности капитала. К наиболее часто встречающимся показателям относят рыночную капитализацию компании (Market Capitalization), отражающую текущую общую ценность компании, и рассчитываемую как произведение цены акций на их количество в обращении. Другим распространённым показателем является коэффициент M/B (Market-to-Book Ratio), отражающий сколько дополнительной ценности, было добавлено к вложенным в компанию средствам, и рассчитывающийся по следующей формуле:

Однако, данные показатели имеют ряд недостатков: в рыночной стоимости акций компании заложены ожидания в отношении будущих событий, а значит их трудно применять для оценки текущей ценности компании; кроме того, их невозможно применить для неторгуемых компаний или отдельных подразделений [Brealey et al., 2011, с. 709]. Поэтому для оценки финансовой результативности часто используют показатель экономической добавленной стоимости (EVA), показывающий созданную дополнительную прибыль для инвесторов за вычетом затрат на привлеченный и собственный капитал. Показатель EVA рассчитывается по следующей формуле:

, *где*

*NOPLAT – операционная прибыль за вычетом налогов,*

*WACC – средневзвешенная стоимость капитала,*

*IC – величина инвестированного капитала.*

Наиболее распространенным рыночным показателем финансовой результативности, используемым авторами исследований по проблематике взаимосвязи характеристик совета директоров и эффективности деятельности компаний, является коэффициент Тобина (Tobin’s Q). Коэффициент рассчитывается как отношение рыночной стоимости активов к их восстановительной стоимости, с его помощью можно оценить прибыльность компании. Значение показателя больше 1 показывает, что рыночная стоимость активов больше их балансовой стоимости, а значит инвесторы заинтересованы в такой компании, ведь ее капитал стоит на рынке больше, чем было за него уплачено. Некоторые авторы отмечают трудность применения коэффициента в качестве инструмента анализа, ввиду использования множества источников данных для его расчета [Березинец, Ильина, Черкасская, 2013]. Поскольку восстановительную стоимость активов не всегда можно точно рассчитать, был предложен упрощенный подход к расчёту коэффициента Тобина [Chung, Pruitt, 1994]:

*, где*

*MVE — величина рыночной капитализации,*

*DEBT — сумма долгосрочных и краткосрочных обязательств за вычетом текущих активов,*

*TA — суммарная величина активов.*

Преимущество коэффициента Тобина заключается в комбинации рыночных и бухгалтерских данных. Он позволяет нивелировать отраслевые эффекты, которым может быть подвержена компания, также коэффициент больше подходит для оценки доходности компании нежели бухгалтерские показатели рентабельности инвестиции [Березинец, Ильина, Черкасская, 2013].

Некоторые авторы концентрировались на других финансовых показателях, так в исследовании [Bond, 2009], посвященному анализу характеристик совета директоров американских компаний, в качестве финансовых показателей были взяты коэффициент текущей ликвидности, коэффициент EBIT/Interest, показатель фондоотдачи, коэффициент оборачиваемости активов и запасов. В данной работе в качестве индикаторов финансовой результативности компаний будут использоваться наиболее распространенные бухгалтерские показатели - ROA, ROE и ROIC и рыночные показатели Tobin’s Q и Market-to-Book Ratio.

## 2.2 Гипотезы исследования

Совет директоров является ключевым органом управления, который представляет интересы главных стейкхолдеров, принимает стратегические решения и осуществляет мониторинг результатов работы топ-менеджмента. Вопрос о том, какие его характеристики и в какой степени способны влиять на финансовую результативность компаний волнует множество исследователей. К основным характеристикам Совета принято относить: количественный состав совета директоров, долю независимых и исполнительных директоров, гендерное разнообразие, долю представителей государства, множественность директорских позиций. В дополнение к широко изучаемым параметрам, в данном исследовании также будет проанализирована такая характеристика как вовлеченность членов совета директоров в экологическую и социальную деятельность и как доля этих директоров взаимосвязана с финансовой результативностью.

### 2.2.1 Размер совета директоров

Количественный состав совета директоров является объектом многочисленных научных работ в сфере корпоративного управления, ведь размер Совета может оказать существенное влияние на коммуникацию среди членов, на процесс принятия решений и, соответственно, на эффективность его деятельности. Как упоминалось ранее, в соответствии с законодательством, количественный состав Совета должен быть достаточным для его эффективной работы и работы комитетов, и для того, чтобы миноритарные акционеры могли избрать своего представителя, но при этом не избыточным, чтобы не было затруднено взаимодействие между членами Совета.

С точки зрения агентской теории, наиболее важной функций совета директоров является мониторинг действий топ-менеджмента. С одной стороны, больший по составу Совет сможет эффективнее осуществлять эту задачу ввиду количества «наблюдателей», но с другой, в небольших по размеру Советах менее вероятны конфликты среди их членов. Если посмотреть на проблематику выбора оптимального Совета в соответствии с ресурсной теорией, то компании будут выбирать многочисленный совет директоров [Березинец, Ильина, Черкасская, 2013]. Согласно авторам, изучавшим ресурсную теорию, чем больше компания нуждается в связях с внешней средой, которая позволяет получить востребованные ресурсы, тем больший размер совета директоров ей нужен [Pfeffer, Salancik, 1978]. В небольшом совете директоров может ощущаться нехватка качеств и компетенций, однако в слишком большом Совете затруднен процесс принятия решений [Lipton, Lorsch, 1992]. Таким образом, нельзя говорить об однозначной взаимосвязи между размером наблюдательного совета и эффективностью его работы и компании в целом.

В исследовании консалтингового агентства Stanton Chase в 2021 году было выявлено, что среди крупнейших российских публичных компаний наиболее распространен Совет, состоящий из 11 членов (минимальный размер – 3 члена, максимальный – 15)[[30]](#footnote-30). Что касается компаний с государственным участием, в исследовании [Березинец, Ильина, Смирнов, 2016] было выявлено, что 61% таких компаний имеет минимальный, согласно законодательству, размер Совета – 5 человек, что, по мнению авторов, является недостаточным показателем для эффективного выполнения его функций. В исследовании [Березинец, Ильина, Черкасская, 2013], проведенном на данных более 200 российских публичных компаний, был выявлен наиболее популярный размер Совета равный 7 человек (35%).

Вопрос о характере взаимосвязи размера Совета и результативности деятельности компании активно обсуждается и анализируется в зарубежных и отечественных исследованиях, однако авторы работ не приходят к единым выводам. Ряд исследований подтверждает наличие положительного влияния данной характеристики наблюдательного совета на финансовую результативность компаний [Kathuria, Das, 1999; Dalton et al., 1999; Fratini, Tettamanzi, 2015; Kwaji et al., 2017]. Вместе с тем, некоторое количество авторов приходят к противоположным выводам – наличие обратной взаимосвязи между данными характеристиками, связывая это с тем, что в небольших по размеру советах директоров лучше происходит коммуникация и процесс принятия решений, тем самым они являются более эффективными [Kramarić, Aleksic, Bach, 2018; Orozco, Vargas, Galindo-Dorado, 2018; Cheng, 2008; Muhammad et al., 2021; Eyenubo, 2013; Kajola et al., 2017]. Некоторым авторы выявляют значимую обратную взаимосвязь между размером Совета и рыночными показателями эффективности, тогда как между количественным составом Совета и бухгалтерскими показателями взаимосвязи выявить не удается [Goel, Sharma, 2020].

Кроме того, другим авторам удалось выявить нелинейную (квадратичную) взаимосвязь между размером Совета и финансовыми показателями компаний. Так, [Coles, Daniel, Naveen, 2008] обнаружили квадратичную взаимосвязь между рассматриваемой характеристикой и коэффициентом Тобина, анализируя американские компании в период с 1992 по 2001, и пришли к выводу, что большие или малые советы директоров работают более эффективно нежели Советы средних размеров. В работе отечественных исследователей была также обнаружена нелинейная взаимосвязь между данными переменными, что дает основания полагать, что средний размер совета директоров не является оптимальным для российского рынка. Более того, удалось выявить, что коэффициент Тобина достигает своего минимума при размере Совета 11 человек [Березинец, Ильина, Черкасская, 2013]. Авторы объясняют эту взаимосвязь тем, что небольшие советы директоров рынок воспринимает положительно, так как они лучше осуществляют мониторинг топ-менеджмента и избегают «проблему безбилетника», тогда как большие размера совета директоров являются более эффективными с точки зрения ресурсной теории. Тем не менее, есть исследования, которые не подтверждают наличие какой-либо взаимосвязи между размером наблюдательного совета и финансовыми показателями компании [Завертяева, Попова, 2021; Дуляк, 2015; Purushottam, 2019; Agrawal, Lakshmi, 2020].

Несмотря на отсутствие единых результатов среди исследований, посвященных проблематике размера совета директоров, в данной работе выдвинута следующая гипотеза:

1. Существует нелинейная взаимосвязь между размером совета директоров и финансовой результативностью публичных компаний с государственным участием

### 2.2.2 Независимые директора

Кодекс корпоративного управления характеризует независимого директора как «лицо, которое обладает достаточными профессионализмом, опытом и самостоятельностью для формирования собственной позиции, способно выносить объективные и добросовестные суждения, независимые от влияния исполнительных органов общества, отдельных групп акционеров или иных заинтересованных сторон» [п. 2.4.1., Кодекс корпоративного управления, 2014]. Согласно Кодексу, в совете директоров акционерного общества должно быть достаточно независимых членов: они должны составляли не менее одной трети от всех членов совета директоров, чтобы они смогли влиять на принимаемые решения. Исследование, проведенное Spenser Stuart на выборке из российских публичных компаний за 2020 год, выявило рост доли таких директоров в общем совете директоров – с 36,7% до 42,2%, тогда как 6 лет назад эта доля была равна 39%. Эксперты также отметили, что сократилась доля компаний, которые не следуют рекомендациям Кодекса о доли независимых директоров[[31]](#footnote-31). В работе [Березинец, Ильина, Смирнов, 2016], посвященной исследованию советов директоров компаний с госучастием, было выявлено, что доля независимых директоров в 2012 году составила всего лишь 3%, этот показатель медленно рос с 2009 года.

С точки зрения агентской и ресурсной теории, увеличение количества независимых директоров положительно влияет на эффективность работы совета директоров: независимые директора лучше осуществляют функцию мониторинга, и они являются источником внешних ресурсов, необходимых для компании. Однако, если рассматривать независимых директоров с позиции теории управляющих (stewardship theory), то у компании нет потребности в большом количестве таких директоров, так как исполнительные директора лучше управляют компанией, так как знаю бизнес изнутри [Березинец, Ильина, Черкасская, 2013].

Множество исследований посвящено анализу взаимосвязи между долей независимых директоров и финансовой результативностью компаний. В большинстве научных работ была выявлена положительная взаимосвязь [Alonso, Vallelado 2008; Масленникова, Степанова, 2010; Reguera-Alvarado, Bravo, 2017; Mihail, Micu, 2021; Agarwal, 2021; Kanakriyah, 2021], тем не менее, существует ряд статей, где была обнаружена отрицательная взаимосвязь [Bozec, 2005; Mishra, 2020; Al-Saidi, 2020; Arosa et al., 2013]. Исследование [Kallamu, 2016], проведенное на выборке торгующихся на Малайзийской бирже компаний, выявило, с одной стороны, положительную взаимосвязь между долей независимых директоров и показателем ROA, а с другой, обратную взаимосвязь с коэффициентом Тобина.

В некоторых работах была выявлена нелинейная взаимосвязь: при увеличении количества независимых директоров финансовые показатели фирмы растут, однако при доминировании независимых директоров финансовая результативность компании падает [Merendino, Melville, 2019]. Тем не менее, в ряде исследований не было выявлено значимой взаимосвязи между рассматриваемыми переменными [Березинец, Ильина, Черкасская, 2013].

Рассмотренные исследования по независимости членов совета директоров не приходят к сопоставимым результатам, в данном исследовании выдвинута следующая гипотеза, соответствующая результатам большего числа работ:

1. Существует положительная взаимосвязь между долей независимых директоров и финансовой результативностью публичных компаний с государственным участием

### 2.2.3 Исполнительные директора

Исполнительные директора являются внутренними директорами, которые имеют более широкое представление о результатах деятельности компании, знают ее специфику и осведомлены о существующих рисках. С точки зрения теории управляющих (stewardship theory) исполнительные директора наиболее эффективно управляют компанией, так как они имеют более глубокие знаний о компании, тогда как независимые могут дать оценку со стороны. Интересы исполнительных директоров совпадают с интересами акционеров, а значит собственники могут доверять таким директорам [Davis, Schoorman, Donaldson, 1997].

В соответствии с законодательством, члены исполнительного органа не могут составлять более одной четвертой от общего размера совета директоров. Согласно недавнему исследованию от агентства Stanton Chase, доля исполнительных директоров равна 15% в 2019 году и 2020 году. Spenser Stuart в ежегодном исследовании «Российский индекс советов директоров 2020» говорят о доли исполнительных директоров равной 13,8%, что больше на 0,5 п.п. прошлого года. Для российских компаний характерен один исполнительный директор в совете директоров в лице генерального директора. Для компании с государственным участием также характерна средняя доля в 13%, однако эта доля постепенно снижалась с 2009 по 2012 год [Березинец, Ильина, Смирнов, 2016; Амбарднишвили и др., 2017].

Существует немного научных работ, посвященных анализу взаимосвязи между долей исполнительных директоров и финансовой результативность. Авторы работы [Finegold et al., 2007] утверждают, что сокращение числа исполнительных директоров может негативно отразиться на эффективности фирмы, лишив советы директоров ценных знаний о фирме и отрасли. Исполнительные директора входят в состав компании и лучше понимают специфику бизнеса, чем независимые директора, поэтому лучше принимают решения [Sanda et al., 2010]. Тогда как другие считают, что советы директоров с доминирующей долей внешних директоров более эффективны, поскольку они независимы от менеджмента компании, что позволяет им лучше осуществлять функцию контроля [Kwaji et al., 2017]. Авторы научной работы [Upadhyay et al., 2017] приходят к выводу, что советы директоров с большей концентрацией исполнительных директоров принимают решения в пользу инвестирования в материальные активы такие как здания и оборудования, нежели в нематериальные. Такая консервативная политика позволяет компаниям работать более эффективно в условиях высокой нестабильности.

Если обратиться к отечественным авторам, то можно выделить Ю. Дуляк, которая в своей работе, проведенной по выборке нефинансовых российских компаний в период с 2007 по 2011 год, подтвердила наличие положительной взаимосвязи между долей исполнительных директоров и показателем экономической добавленной стоимости (EVA), объясняя полученный результат теорией управляющих, согласно которой исполнительные директора эффективнее управляют компанией. Автор также полагает, что такие директора обладают ценными «связями» и «знакомствами», что позволяет им принимать эффективные управленческие решения [Дуляк, 2015].

Ввиду того, что в академическом сообществе данной проблематике уделено мало внимания, в данном исследовании автор будет опираться на теорию управляющих и результаты, полученные в работе Ю. Дуляк. Таким образом, была выдвинута следующая гипотеза:

1. Существует прямая взаимосвязь между долей исполнительных директоров и финансовыми показателя публичных компаний с государственным участием

### 2.2.4 Гендерное разнообразие

Проблематика гендерного разнообразия в советах директоров заслужила особое место в академической среде. Согласно исследованию консалтингового агентства Spenser Stuart представленность женщин в составах советов директоров российских компаний является одной из самых низких по сравнению с международной практикой. Тем не менее, в 2020 году произошли значительные изменения в гендерном разнообразии в советах директоров исследуемых компаний: доля женщин – директоров выросла с 8,4% до 10,5%, также в 1,6 раза уменьшился процент компаний, которые не имеют женщин в своих советах директоров (с 37% до 23%). Более того, выросла в 1,5 раза доля новых директоров-женщин от всех новых назначений в советы директоров в 2020 году по сравнению с предыдущим годом[[32]](#footnote-32).

Несмотря на то, что агентская теория и теория зависимости от ресурсов не дают оснований полагать, что гендерное разнообразие способно влиять на эффективность деятельности совета директоров, существует множество исследований, подтверждающих наличие положительной взаимосвязи между долей женщин в совете директоров и финансовой результативностью компаний. Авторы отмечают исключительную роль женщин в советах директоров: женщины-директора лучше принимают стратегические решения, способны мыслить шире и оценивать несколько альтернатив, что повышает эффективность работы совета директоров [Bilimoria, 2000]; женщины-директора уделяют больше внимания вопросам экологии и корпоративной социальной ответственности [Nielsen, Huse, 2010]. Многие зарубежные авторы выявляют значимую положительную взаимосвязь между рассматриваемыми переменными [Vafaie et al., 2015; Ararat, Yurtoglu, 2021; Dang et al., 2020; Alabede, 2016; Brahma et al., 2020]. Так, в работе [Simionescu et al., 2020] не было выявлено статистически значимой взаимосвязи между долей женщин в совете директоров компании из индекса S&P 500 и бухгалтерским показателем ROA, однако была обнаружена положительная взаимосвязь с рыночным показателем P/E.

Отечественные авторы выявляют значимую положительную взаимосвязь между гендерным разнообразием и коэффициентом Тобина [Березинец, Ильина, Черкасская, 2013]. В работе, посвященной анализу интеллектуального капитала женщин-директоров, не было выявлено значимой взаимосвязи между общей долей женщин в общей численности советов директоров и показателем ROA, что объясняется их низкой долей и небольшой изменчивостью. Однако, была обнаружена значимая положительная взаимосвязь между долей женщин – исполнительных директоров и финансовой результативностью компаний [Березинец, Гаранина, Ильина, 2017].

Тем не менее, существует ряд исследователей, которым не удалось выявить значимой взаимосвязи между рассматриваемой характеристикой совета директоров и финансовыми показателями компаний [Разумова, Иванова, 2020; Carter et al., 2010]. Некоторым научным деятелям удалось обнаружить обратную взаимосвязь [Naseem et al., 2017].

В данной работе выдвинута следующая гипотеза:

1. Существует положительная взаимосвязь между долей женщин-директоров в Советах и финансовой результативностью публичных компаний с государственным участием

### 2.2.5 Государственные служащие

Взаимосвязь доли директоров с опытом работы в органах госвласти и финансовой результативности компаний является еще одним часто анализируемым показателем в академической среде. С точки зрения ресурсной концепции, директора с опытом работы в органах государственной власти могут привносить в компанию дополнительные конкурентные преимущества, так как такие директора имею прямые связи с государством и в большей степени осведомлены о функционировании национальной экономики [Zhang, Truong, 2019]. Так, автор научной работы [Hillman, 2005] отмечает, что одним из способов связать компанию с государством, которое является источником неопределенности для компании, является назначение бывших государственных служителей членами совета директоров. Кроме того, автору удается выявить положительную взаимосвязь между долей государственных служителей в Советах и финансовой результативностью компаний, и эта связь наиболее выражена в отраслях в большей степени регулирующихся государством.

Тем не менее, исследование, проведенное на выборке из китайских компаний, показало, что рынок не видит особых преимуществ в найме в совет директоров членов с опытом службы в государственных органах власти. По мнению авторов, это связано с тем, что директора с подобным опытом часто уклоняются от своих обязанностей как членов советов директоров, о чем свидетельствует их низкая посещаемость заседаний. Однако если компания тесно связана с государством, то привлечение таких директоров положительно отразиться на ее положении на рынке [Zhang, Truong, 2019].

В работе [Березинец, Ильина, Смирнов, 2016], посвященной исследованию советов директоров компаний с госучастием, было отмечено, что доля государственных служащих на конец 2009 года составляла 55% и этот показатель снижался в течение 4 лет и в 2012 году достиг 40%. Авторы другой статьи [Амбарднишвили, Березинец, Ильина, Смирнов, 2017] проводя описательную статистику данных, выявили, что средняя доля государственных служащих в советах директоров российских компаний находится на уровне 49%. Причем для компаний с долей участия государства более 50% эта соотношение составляет около 60%, а для фирм с меньшей долей участия государства доля таких директоров не превышает 25%. В динамике доля директоров с опытом работы в органах госвласти сокращалась.

M. Завертяева и П. Попова в своей статье [Завертяева, Попова, 2021] применили инструментарий сетевого анализа для изучения положения компании в сети, сформированной за счет формальных связей между членами советов директоров. Кроме выявленных результатов по связанности членов Советов, авторы работы обнаружили обратную взаимосвязь между долей директоров, имеющих опыт в органах государственной власти, и коэффициентом Тобина.

Ю. Дуляк [Дуляк, 2015] исследует наличие взаимосвязи между долей директоров, имеющий опыт работы в федеральных/местных органах власти и показателем экономической добавленной стоимости. Несмотря на то, что автор отмечает преимущество политических связей у членов советов директоров в странах с развивающейся экономикой, так как это позволяет компаниям получать доступ к уникальным ресурсам в первую очередь, значимой взаимосвязи не удалось выявить. Отсутствие влияния может быть связано с тем, что присутствие таких директоров в большей степени формирует негативный образ компании, ввиду более консервативного взгляда у директоров с политическими связями, а также ассоциацией с бюрократией и коррупцией. Кроме того, польза, которую они приносят с точки зрения ресурсной теории, нивелируется за счет высокой платы за доступ к необходимым ресурсам.

На основе изученной литературы, в данной работе будет выдвинута следующая гипотеза:

1. Существует прямая взаимосвязь между долей директоров, имеющих опыт службы в государственных органах власти, и финансовой результативностью публичных компаний с государственным участием

### 2.2.6 Множественность директорский позиций

Проблематике «занятости» директоров, означающей совмещение директорских позиций в разных организациях, посвящено множество научных исследований. Некоторые исследователи приходят к негативному влиянию «занятости» директоров на благосостояние акционеров, поэтому в ряде компаний могут вноситься ограничения на занятие членами совета директоров директорских позиций в других компаниях [Falato, Kadyrzhanova, Lel, 2014]. Кодекс корпоративного управления не имеет конкретных регламентов о допускаемом количестве занимаемых директорских позиций, однако члены совета директоров обязаны иметь достаточно времени для выполнения своих обязанностей.

С проблематикой множественности директорских позиций связано две ключевых гипотезы: гипотеза репутации и гипотеза занятости. С точки зрения гипотезы репутации, директора, которые более эффективно осуществляют первостепенную функцию с позиции агентской теории – мониторинг менеджеров, имеют высокую репутацию на рынке и их приглашают в другие советы директоров [Fama, Jensen, 1983]. Совмещение позиций может означать, что компания, в которой ранее работал директоров, показала высокие финансовые результаты и это повлияло на его репутацию [Березинец, Ильина, 2016]. Кроме того, если рассматривать проблематику с позиции теории зависимости от ресурсов, то можно отметить, что совмещающие позиции директора могут привносить необходимые для компании ресурсы и, соответственно, давать ей дополнительное преимущество [Pfeffer, Salancik, 1978]. С другой стороны, ряд исследований подтверждают гипотезу занятости, согласно которой совмещение директорский позиций негативно влияет на эффективность выполнения работы директором [Fich, Shivdasani, 2006; Patton, Baker, 1987; Alhaddad et al., 2022; Hundal, 2017; Aljaaidi, 2022].

Среди исследователей и практиков нет единого мнения о том, какая существует взаимосвязь между «занятостью» директоров и финансовой результативностью компаний: ряд авторов обнаруживают обратную взаимосвязь между рассматриваемыми переменными [Fich, Shivdasani, 2006], тогда как другие выявляют положительную [Omer, Shelley, Tice, 2014]. Что касается российской практики, то в работе [Berezinets, Ilina, Loginova, 2019], посвященной исследованию публичных российских компаний, торгующихся на бирже в период с 2010 по 2014 год, была выявлена обратная взаимосвязь между средним количеством директорских позиций, занимаемых в других компаниях членами совета директоров, и показателем ROA и коэффициентом Тобина.

Ю. Дуляк отдельно анализирует влияние доли директоров, занимающих директорские позиции в западных компаниях, на финансовую результативность, утверждая, что подобный опыт крайне необходим, так как такие директора вносят в компанию «нужную бизнес-культуру и философию». Тем не менее, автор не находит подтверждения данной гипотезе, связывая полученные результаты с тем, что компании давно стали международными, их члены советов директора постоянно общаются с иностранными коллегами и повышают квалификацию [Дуляк, 2015].

В данной работе будут проверены две гипотезы, связанные с проблематикой «занятости» членов советов директоров:

1. Существует обратная взаимосвязь между «занятостью» членов совета директоров в других компаниях, и финансовой результативностью публичных компаний с государственным участием

### 2.2.7 Вовлеченность в экологическую и социальную деятельность

За последние несколько лет наиболее актуальной и часто обсуждаемой проблемой в академическом сообществе стала тема устойчивого развития и ESG-повестки. ESG (Environmental, Social, Governance) – это ряд принципов управления компанией, заключающиеся в заботе об окружающей среде, создании благоприятных социальных условий и внедрения лучших практик корпоративного управления. ESG отражает все значимые нефинансовые факторы для современного ответственного инвесторов, который считает, что высокие показатели в области ESG уменьшают риски компании и дают более оптимистичные долгосрочные перспективы[[33]](#footnote-33).

Совет директоров как основной орган управления в компании играет одну из ключевых ролей в данной проблематике. Проведенные исследования на российском рынке отмечают, что подавляющее большинство компаний обращают особое внимания данной проблеме, создавая отдельные комитеты советов директоров по устойчивому развитию[[34]](#footnote-34); 89% членов директоров уже внедрили в стратегию компании вопросы, связанные с устойчивым развитием, а 35% директоров считают, что знания в данной области дадут преимущества компании[[35]](#footnote-35).

Тема устойчивого развития является предметом множества научных работ, результаты которых демонстрируют положительное влияние данной повестки на ценность и привлекательность компании на рынке [Plumlee et al., 2015; Chen, Xie, 2022; Shukla, Geetika, 2022; Кузубов, Евдокимова, 2017]. В работе [Батаева, Кокурина, Карпов, 2021] было выявлено, что для российских компаний с высоким уровнем раскрытия ESG-информации, общий коэффициент ESG и, в частности, его экологический компонент положительно влияют на бухгалтерские показатели.

Однако, данная работа будет сфокусирована на ином вопросе, а именно на исследовании взаимосвязи между долей директоров, вовлеченных в деятельность некоммерческих организаций, связанных с экологической или социальной деятельностью, и финансовой результативностью компаний. К экологической сфере автор работы относит вовлеченность директоров в общественные организации и благотворительные фонды, целью которых является сохранение окружающей среды, природных ресурсов и животного мира; тогда как к социальной сфере отнесены участие в общественных организациях, связанных со спортом, образованием и культурой, религией и наукой. Ярким примером участия в социальной деятельности можно считать члена совета директоров и главного исполнительного директора НК «Роснефть» - Сечина Игоря Ивановича, который является Председателем нескольких Попечительских советов российских университетов, состоит в Фонде «Поддержки строительства храмов города Москвы», является Председателем Наблюдательного совета АНО «Генетические технологии» и членом Высшего наблюдательного совета Федерации бокса России.

Таким образом, в данной работе была выдвинута следующая гипотеза:

1. Существует положительная взаимосвязь между долей директоров, вовлеченных в экологическую и социальную деятельность, и финансовой результативностью публичных компаний с государственным участием

Многочисленные исследовательские работы, связанные с выявлением влияния характеристик советов директоров на финансовые показатели компаний, не приходят к единым результатам, ввиду различных страновых особенностей, разнообразных подходов к расчету этих характеристик и показателей финансовой результативности, отличных временных промежутков и особенностей компаний. Поэтому до сих пор не существует единого решения о выборе наиболее эффективного состава совета директоров, способного своей работой повышать финансовую результативность компании и максимизировать ценность для ее собственников. Таким образом, в данной исследовательской работе были выдвинут ряд гипотез, которые будут проверены в дальнейшем в рамках эмпирического исследования.

# ГЛАВА 3. ЭМПИРИЧЕСКОЕ ИССЛЕДОВАНИЕ

## 3.1 Методология исследования

Эмпирическое исследование, направленное на выявление и анализ взаимосвязи между характеристиками советов директоров и финансовой результативностью публичных компаний с государственным участием, построено на регрессионной модели вида:

,

*i = 1, …, N, t = 2014, …, 2021*

В модели является зависимой переменной и соответствует показателям финансовой результативности компаний (бухгалтерским показателям - ROA, ROE, ROIC и рыночным показателям Tobin’s Q и M/B Ratio). Вектор обозначает переменные, которые описывают характеристики совета директоров компаний: размер Совета, доля независимых и исполнительных директоров, гендерное разнообразие; доля директоров, имеющих опыт работы в государственных органах власти; «занятость» директорских позиций; доля директоров, вовлеченных в экологическую и социальную деятельность. Вектор соответствует контрольным переменным, отражающим финансово-экономические показатели фирмы; является случайной величиной. Индекс *it* показывает изменение информации i в момент времени t. Построенная модель является линейной с неизвестными коэффициентами 𝛽1, 𝛽2 перед переменными и константой 𝛽0.

В Таблице 1 представлена подробная информация о переменных, используемых в эконометрическом исследовании.

1. Описание переменных

|  |  |
| --- | --- |
| **Зависимые переменные** | |
|  | Показатель рентабельности активов, рассчитывающийся по формуле:  *, гдe*  NI — величина чистой прибыли, TA — балансовая стоимость активов |
|  | Показатель рентабельности собственного капитала, рассчитывающийся по формуле:  *, где*  NI — величина чистой прибыли, E — балансовая стоимость собственного капитала компании |
|  | Показатель рентабельности инвестированного капитала, вычисляемый по формуле:  *, где*  EBIT – величина прибыли до вычета налогов и процентов, T — ставка налога на прибыль, IC – величина инвестированного капитала |
| **LN\_Q*it*** | Натуральный логарифм коэффициента Тобина, рассчитывающийся по формуле:  *, где*  MVE — величина рыночной капитализации, DEBT — сумма долгосрочных и краткосрочных обязательств за вычетом текущих активов, TA — суммарная величина активов |
| **LN\_MB*it*** | Натуральный логарифм Market-to-Book Ratio, рассчитывающийся по формуле:  *, где*  MVE — величина рыночной капитализации, E - балансовая стоимость собственного капитала компании |
| **Независимые переменные** | |
|  | Переменная, характеризующая размер совета директоров, равная числу директоров в Совете |
|  | Переменная, характеризующая долю независимых директоров. Рассчитывается как отношение количества независимых директоров к размеру Совета |
|  | Переменная, характеризующая долю исполнительных директоров. Рассчитывается как отношение количества исполнительных директоров к размеру Совета |
|  | Переменная, характеризующая гендерное разнообразие. Рассчитывается как отношение количества женщин-директоров к размеру Совета |
|  | Переменная, характеризующая долю директоров, имеющих опыт работы в государственных органах власти. Рассчитывается как отношение количества директоров с таким опытом к размеру Совета |
|  | Переменная, характеризующая долю директоров, занимающих директорские позиции в советах директоров других компаниях. Рассчитывается как отношение количества «занятых» директоров в других компаниях к размеру Совета |
|  | Переменная, характеризующая долю директоров, вовлеченных в экологическую и социальную деятельность. Рассчитывается как отношение количества директоров, вовлеченных в деятельность экологических и социальных некоммерческих компаний, к размеру Совета |
| **Контрольные переменные** | |
|  | Переменная, характеризующая возраст компании. Рассчитывается как количество лет прошедших с момента регистрации фирмы до момента времени t |
|  | Переменная, характеризующая эффективную (прямую и косвенную) долю участия государства в капитале компании. Прямое участие государства подразумевает, что государство является прямым акционером в компании, тогда как косвенное участие означает, что государство опосредованное владеет долей в компании через контроль над основным обществом, которое имеет контрольный пакет акций в своей дочерней компании |
|  | Переменная, характеризующая структуру капитала компании, и рассчитываемая как отношение величины заемных средств компании к собственным на конец года |
|  | Переменная, характеризующая размер компании. Рассчитывается как натуральный логарифм балансовой стоимости совокупных активов компании на конец года |
|  | Бинарная переменная, характеризующая влияние кризиса. Значение равно 1 для наблюдений в 2014, 2015, 2020 и 2021 годах и 0 – в 2016–2019 гг. |

## 3.2 Формирование выборки и описательная статистика

Для проведения эмпирического исследования была сформирована выборка из публичных российских компаний с государственным участием в структуре собственности, котирующихся на Московской бирже в течение периода с 2014 по 2021 год. Горизонт исследования охватывает период после принятия нового Кодекса корпоративного управления в 2014 году. При выборе публичных компаний с государственным участием автор работы опирался на статью от «Газпромбанк Инвестиции»[[36]](#footnote-36). Кроме компаний, упомянутых в статье, в изначальную выборку были добавлены их дочерние организации. Эффективная доля государства была рассчитана автором работы. Выборка формировалась из компаний, у которых эффективная доля государства была больше 25%. Некоторые выбранные компании скрыли во всех годовых отчетах за исследуемый период данные о составе совета директоров (например, ПАО «ОАК», ПАО «Корпорация Иркут»). В итоге в выборку вошли данные по 37 компаниям с государственным участием. После удаления выбросов итоговое число наблюдений составило 257. К компаниям с долей участия государства менее 50% относится 13 компаний, а к компаниям с контрольным пакетом – 24.

Стоит отметить, что только торгуемые на бирже компании в годовых отчетах раскрывают информацию о корпоративном управлении. Тем не менее, согласно постановлению Правительства от 12.03.2022 № 351 «Об особенностях раскрытия и предоставления в 2022 году информации ...», российские публичные компании вправе раскрывать корпоративную информацию в ограниченном составе и (или) объеме либо отказаться от раскрытия, если это может привести к введению мер ограничительного характера. Большинство компаний с прямым государственным участием последовали этим мерам и вовсе не стали публиковать годовые отчеты за 2021 год, некоторые же ограничили раскрытие информации о членах совета директоров. Ввиду этого в 2021 году наблюдений стало почти в 2 раза меньше по сравнению с предыдущими годами, как показано на Рис. 2.

1. Количество наблюдений в исследовании, 2014–2021 гг.

Для сбора данных о финансовых результатах компаний из выборки (данные из финансовых отчетов по РСБУ) была использована аналитическая система СПАРК, данные по рыночной капитализации были найдены на официальном сайте Московской биржи, а для сбора информации о характеристиках советов директоров были использованы годовые отчеты компаний. Однако, если информацию о структурных характеристиках компании раскрывают в полном объеме, то в раскрытии информации о работе членов совета директоров в органах государственной власти, о множественности директорских позиций и об участии в некоммерческих организациях некоторые компании ограничиваются минимальным объемом или вовсе не раскрывают данной информации.

Распределение компаний с учетом отраслевой принадлежности отражено на Рис. 3, наибольшее количество компании, представленных в выборке, относятся к отрасли электроэнергетики, нефтегазодобычи и переработки, что соответствует российской действительности.

1. Распределение компаний из выборки по отраслям

В Таблице 2 представлена описательная статистика переменных, использованных в эмпирическом исследовании.

1. Описательная статистика переменных

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Переменная** | **Число наблюдений** | **Выборочное среднее** | **Стандартное отклонение** | **Минимум** | **Максимум** |
| *ROA* | 257 | 0.038 | 0.063 | -0.330 | 0.394 |
| *ROE* | 257 | 0.073 | 0.127 | -0.380 | 0.654 |
| *ROIC* | 257 | 0.052 | 0.073 | -0.293 | 0.397 |
| *Q* | 257 | 0.560 | 0.353 | 0.014 | 2.024 |
| *MB* | 257 | 0.767 | 0.792 | 0.011 | 4.423 |
| *BD* | 257 | 10.829 | 2.222 | 5 | 15 |
| *Independent* | 257 | 0.180 | 0.121 | 0 | 0.455 |
| *Executive* | 257 | 0.106 | 0.070 | 0 | 0.455 |
| *Women* | 257 | 0.103 | 0.111 | 0 | 0.600 |
| *Gov\_exp* | 257 | 0.224 | 0.178 | 0 | 0.667 |
| *Multi* | 257 | 0.622 | 0.283 | 0 | 1 |
| *ES\_factor* | 257 | 0.068 | 0.097 | 0 | 0.364 |
| *Age* | 257 | 16.393 | 5.901 | 1 | 28 |
| *Size* | 257 | 25.920 | 1.845 | 22.370 | 30.643 |
| *State\_share* | 257 | 0.589 | 0.182 | 0.259 | 1 |
| *Leverage* | 257 | 1.290 | 1.525 | 0.003 | 10.325 |

Сначала рассмотрим описательную статистику для бухгалтерских показателей финансовой результативности. Результаты описательной статистики демонстрируют, что среднее значение показателя ROA на всем горизонте исследования равно 3,8%. Минимальное значение, равное -33%, принадлежит компании ПАО "НПК ОВК", которая в 2019 году понесла серьезные убытки. Отрицательные значения показателя ROA можно также заметить у ПАО «Аэрофлот» на уровне -10,14% в 2015 году и ПАО «Россети Северный Кавказ» -9% в 2015 году. Максимальное значение – 39,4% принадлежит компании ПАО "НМТП", которая в 2019 году сильно увеличила чистую прибыль. Высокие положительные значения показателя можно увидеть у ПАО «Интер РАО», ПАО "Татнефть" и ПАО АНК "Башнефть".

Средний показатель ROE составил 7,3%, что выше среднего показателя ROA. Минимальное значение ROE, равное -38%, принадлежит компании ПАО «Аэрофлот» в 2015 году, минимальные показатели ROE также были у ПАО "НПК ОВК". Максимальное значение ROE было зафиксировано у ПАО "НМТП" на уровне 65% в 2017 году. Высокие показатели продемонстрировали ПАО АНК "Башнефть" в 2014 и 2017 и ПАО "Газпром нефть" в 2019 годах.

Что касается показателя ROIC, то его среднее значение на горизонте исследования составило 5,2%. Минимальное значение принадлежит ПАО «Аэрофлот» и ПАО "НПК ОВК", которые также продемонстрировали минимальные показатели ROA и ROE. Максимальный ROIC был зафиксирован у ПАО "НМТП" и у ПАО АНК "Башнефть".

Если посмотреть на Рис. 4, на котором отражено изменение средних значений бухгалтерских показателей в динамике с 2014 по 2021 год, то можно отметить, что в 2015 и в 2020 годах произошло падение всех показателей: средний показатель ROA снизился до 2% в 2015 и в 2020 годах, показатель ROE немного упал до 4% в 2015 году и до 5% в 2020 году, а показатель ROIC уменьшился до 3% в обоих годах. Резкое падение коэффициентов рентабельности в 2015 году можно объяснить падением цен на нефть и ухудшением геополитической обстановки. Падение показателей в 2020 году вызвано ухудшением экономики России на фоне пандемии и ограничительных мер. Более того, произошел резкий спад спроса на нефть, что в совокупности привело к падению ВВП России в 2020 году на 3,1%[[37]](#footnote-37). Стоит отметить, что наиболее высокие показатели наблюдались в 2017 году, в 2018 начался спад средних значений и только в 2021 году они выросли. Однако, стоит вспомнить, что за 2021 год собрано данных в два раза меньше, чем в предыдущие года.

1. Динамика средних бухгалтерских показателей, 2014–2021 гг.

После анализа описательной статистики показателей, основанных на данных финансовой отчетности компаний, перейдем к рассмотрению описательной статистики рыночных показателей. Средний коэффициент Тобина на горизонте исследования составляет 0,56. Это значение меньше 1, что говорит о том, что компании в целом недооценены рынком. Минимальное значение, равное 0,014, принадлежит компании ПАО «Башинформсвязь» в 2016 году, а максимальное – 2,024 у ПАО «АЛРОСА» в 2014 году. Среднее значение Market-to-Book Ratio равно 0,77, что также говорит о том, что в среднем рынок недооценивает компании с государственным участием. Минимальное значение также было зафиксировано у ПАО «Башинформсвязь», тогда как максимальное значение – 4,423 было у ПАО «Газпром нефть» в 2018 году. Если рассмотреть динамику средних значений рыночных показателей, отраженную на Рис. 5, то можно сказать, что средние значения постепенно росли до 2021 года, однако не превышали 1.

1. Динамика средних рыночных показателей, 2014–2021 гг.

Теперь перейдем к анализу описательной статистики характеристик советов директоров компаний из выборки. Средний размер совета директоров составил 10–11 человек, что соотносится с ранее проведенными исследованиями. Совет директоров в размере 11 человек был у половины компаний из выборки. Минимальный размер (5 человек) зафиксирован в компании ПАО «Башинформсвязь», тогда как максимальный – 15 человек в компаниях ПАО «Татнефть», ПАО «Алроса», ПАО «Россети». Изменение среднего размера совета директоров отражено на Рис. 6. Средний размер Совета упал в 2015 году, после чего оставался в пределах 10–11 человек.

1. Средний размер совета директоров компаний из выборки, 2014–2021 гг.

Рассматривая основные структурные характеристики совета директоров, то средняя доля независимых директоров составила 18%. Из этого следует вывод, что публичные компании с государственным участием в среднем не соблюдают рекомендации Кодекса о наличии не менее одной трети независимых директоров от общего количества. Тем не менее, есть ряд компаний, у которых независимые директора составляют около половины от размера совета директоров - ПАО "НПК ОВК", ПАО "Интер РАО". Немало компаний, в которых отсутствуют независимые директора, это ПАО "Саратовский НПЗ", ПАО "Башинформсвязь", ПАО "Камчатскэнерго", ПАО АНК "Башнефть", ПАО "НМТП". Доля независимых директоров в компаниях, в которых присутствует хотя бы 1 такой директор, равна 23%. Из Рис. 7 можно заметить постепенный рост средней доли независимых директоров с 2014 по 2017 год, после чего показатель оставался на одном уровне с незначительными колебаниями.

Согласно данным из Таблицы 2, средняя доля исполнительных директоров для компаний из выборки составила 10,6%. Для большинства российских компаний характерен 1 исполнительный директор в составе совета директоров в лице генерального директора, однако в ряде компаний можно наблюдать долю таких директоров равную 45% (ПАО "ФСК ЕЭС") и 33% (ПАО "НПК ОВК" и ПАО «Татнефть»). Исполнительные директора могут вовсе отсутствовать в наблюдательных советах компаний. На Рис. 7 можно увидеть, что показатель был стабилен до 2020 года, однако вырос в 2021 году.

Что касается гендерного разнообразия, то средняя доля женщин на горизонте исследования составила 10,3%, что соотносится с другими ранее проведенными исследованиями. Несмотря на то, что в значительном количестве компаний вовсе отсутствуют женщины-директора, в некоторых компаниях их доля достигает 40% (ПАО "Башинформсвязь", ПАО "Кубаньэнерго", ПАО "Магаданэнерго", ПАО "Камчатскэнерго"). Если рассмотреть изменение доли директоров-женщин, отраженное на Рис. 7, то можно заметить, что показатель постепенно рос до 2018 год, после чего происходило падение до 2020 года и в 2021 средняя доля-женщин выросла. Доля женщин-директоров в компаниях, в совете директоров которых присутствовала хотя бы 1 женщина, составляет 16,3%.

1. Изменение структурных характеристик советов директоров,   
   2014–2021 гг.

Из Таблицы 2 следует, что средняя доля директоров, имеющих опыт работы в органах государственной власти, равна 22,4%. Авторы работы [Березинец, Ильина, Смирнов, 2016] анализировали компании с государственным участием и обнаружили, что доля госслужащих снижалась с 2009 по 2012 и на конец 2012 года составляла 40%. Таким образом, произошло падение данного показателя почти в 2 раза с 2012 года. Можно предположить, что тенденция к сокращению директоров с опытом работы в органах госвласти сохранилась. Однако, на Рис. 8 видно, что доля таких директоров незначительно увеличилась в 2015 году, после чего снизилась и постепенно росла до 2019 года, после которого начала снижаться. Наибольшая доля директоров с опытом работы в госорганах зафиксирована в ПАО «АЛРОСА» - 66%. В компаниях ПАО «Транснефть» и ПАО «Аэрофлот» доля таких директоров составляет более 60%.

1. Изменение доли директоров с опытом работы в органах госвласти,   
   2014–2021 гг.

Что касается множественности директорских позиций в компаниях с государственным участием, то в среднем в других компаниях должность члена Совета занимает 62% директоров. Ряд компаний, преимущественно отрасли нефтегазодобычи и электроэнергетики имеют более 90% директоров, занимающих позиции членов Совета в других компаниях: это ПАО «Газпром», ПАО «Транснефть», ПАО «Интер РАО», ПАО "Россети» и другие дочерние организации ПАО «Россети». Есть компании, у которых отсутствуют такие директора: это ПАО «Таттелеком» и ПАО «ТГК-1» в 2015 году. На Рис. 9 отражено изменение множественности директорских позиций в компаниях. Можно заметить постепенный рост показателя на протяжении всего горизонта исследования.

1. Изменение доли «занятых» директоров, 2014–2021 гг.

Доля директоров, вовлеченных в деятельность экологических и социальных некоммерческих организаций, в среднем составляла 6,8%, что следует из Таблицы 2. Максимальная доля таких директоров была выявлена у ПАО «НК «Роснефть» и ПАО «Интер РАО» на уровне 36%. Высокая доля также наблюдалась в ПАО «Россети» и ПАО «Татнефть» - 33%. У половины компаний не было выявлено наличие директоров, участвующих в экологических и социальных некоммерческих организациях. На Рис. 10 отражена динамика изменения доли таких директоров. Можно сделать вывод, что до 2020 года доля директоров, вовлеченных в экологическую и социальную деятельность, росла. Тем не менее, в 2021 году эта доля упала до значений 2018 года.

1. Изменение доли директоров, вовлеченных в экологическую и социальную деятельность, 2014–2021 гг.

## 3.3 Результаты регрессионного анализа

В Таблице 3 представлены результаты регрессионного анализа пяти моделей, в которых в качестве зависимых переменных были использованы бухгалтерские и рыночные показатели финансовой результативности (ROA, ROE, ROIC, Tobin’s Q и M/B ratio). При анализе панельных данных необходимо определить, модель с фиксированными, со случайными или со сквозными эффектами наиболее адекватно опишет рассматриваемые данные. Тест Хаусмана показал, что модель с фиксированными эффектами лучше подойдет для описания моделей. Тест Бройша-Пагана показал наличие гетероскедастичности во всех моделях (p-value <0,05), поэтому для более надежных выводов были использованы робастные стандартные ошибки*.* В моделях отсутствует мультиколлинеарность, так как в корреляционной матрице (Приложение 1), отсутствуют высокие значимые коэффициенты корреляции между объясняющими переменными. Стоит отметить, чтооценки коэффициентов при регрессорах, не изменяющихся во времени (принадлежность к определенной отрасли), по методу фиксированных эффектов получить невозможно. Более того, с помощью графического способа и тестов Колмогорова-Смирнова и Шапиро-Уилка было выявлено, что распределение рыночных показателей Tobin’s Q и M/B ratio не является нормальным. Было принято решение логарифмировать эти переменные для получения более надежных выводов.

В качестве показателей финансово-экономической деятельности были использованы переменные, характеризующие возраст и размер компании, как показатели отражающие масштабы деятельности; структуру капитала, отражающую финансовую устойчивость, политику в области финансирования развития и рискованность инвестиций в активы; эффективную долю государства в капитале, как показатель структуры собственности; и влияние кризиса. Выбранные контрольные переменные отражают структурные характеристики компании, которые необходимо учитывать при анализе эффективности ее деятельности [Ивашковская, Степанова, 2009].

В начале были построены базовые модели, в которых анализировалась взаимосвязь между показателями финансовой результативности и показателями финансово-экономической деятельности (контрольными переменными). Результаты базовых регрессионных моделей можно увидеть в Приложении 2 - 6. На втором этапе, к контрольным переменным были добавлены независимые, необходимые для проверки ранее выдвинутых гипотез. Итоговые результаты регрессионного анализа представлены в Таблице 3.

1. Результаты регрессионного анализа

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Переменная** | **ROA** | **ROE** | **ROIC** | **LN\_Q** | **LN\_MB** |
| *BD* | -0.0173 | -0.1369 | -0.0101 | 0.4763 | 1.3500 \*\* |
| *BD2* | 0.0013 | 0.0086 | 0.0010 | -0.0192 | -0.0598 \* |
| *Independent* | 0.0929 \* | 0.2100 | 0.1253 \*\* | 0.5789 \* | 1.0137 \* |
| *Executive* | 0.2201 | 0.2891 | 0.2659 | 0.1982 | 1.5403 |
| *Women* | 0.0126 | -0.0013 | -0.0111 | 0.5706 | 1.9222 |
| *Gov\_exp* | 0.1071 \* | 0.2251 \* | 0.1237 \* | -0.0723 | -0.1857 |
| *Multi* | 0.0114 | 0.0358 | 0.0343 | -0.2315 | -0.0360 |
| *ES\_factor* | -0.0453 | 0.0317 | -0.0068 | 0.2563 | 0.9045 |
| *Age* | -0.0081 \* | -0.0120 \* | -0.0105 \*\* | 0.0447 \* | 0.0866 \*\*\* |
| *State\_share* | -14.2720 \* | -20.5885 \* | -8.5536 | -34.6785 | 7.4306 |
| *Leverage* | -0.0123 | -0.0327 \* | -0.0101 | 0.1265 \* | 0.1608 \*\* |
| *Size* | 0.1376 \*\* | 0.1493 | 0.1323 \*\* | -0.0766 | -0.7586 |
| *Crisis* | -0.0156 \*\* | -0.0200 \* | -0.0213 \*\*\* | -0.0071 | -0.1070 |
| *R^2* | 0.2734 | 0.2083 | 0.2468 | 0.1837 | 0.4045 |
| *Adj. R^2* | 0.1149 | 0.0256 | 0.0748 | 0.1043 | 0.2635 |
| *p-value* | 0,0001 | 0,0001 | 0,0001 | 0,0001 | 0,0001 |
| *Num. obs.* | 257 | 257 | 257 | 257 | 257 |

*Символы \*\*\*, \*\* и \* обозначают значимость коэффициентов на 0,1%, 1% и 5% уровнях значимости соответственно*

Все три модели, представленные в Таблице 3, являются статистически значимыми (p-value <0,05). В регрессионных моделях оказалась значима переменная, характеризующая размер совета директоров, и переменные, отражающие долю независимых директоров и долю директоров с опытом работы в органах государственной власти. Результаты регрессионного анализа подтверждают предположение, выдвинутое в Гипотезе 1 о наличии нелинейной зависимости между количеством членов в совете директоров и показателями финансовой результативности (Market-To-Book Ratio). Согласно результатам регрессионного анализа, оценки параметров перед переменной *Independent* являются положительными*,* что дает основания принять Гипотезу 2 о наличии прямой взаимосвязи между долей независимых директоров и финансовыми показателями. Кроме того, при увеличении доли директоров с опытом работы в органах государственной власти (*Gov\_exp*), бухгалтерские показатели будут увеличиваться. Таким образом, была принята Гипотеза 5 о существовании прямой взаимосвязи между долей таких директоров и показателями финансовой результативности компаний, выраженными показателями рентабельности.

Однако, коэффициенты при независимых переменных, характеризующих долю исполнительных директоров, долю женщин-директоров, долю «занятых» директоров и долю директоров, вовлеченных в деятельность экологических и социальных некоммерческих организаций, оказались незначимы на уровне 0,1%, 1% и 5%, что не дает оснований для принятия или отвержения гипотез.

Коэффициенты при некоторых контрольных переменных оказались статистически незначимы. Однако, возраст компании имеет обратную зависимость с бухгалтерскими показателями. То есть молодые компании демонстрируют лучшие бухгалтерские показатели в сравнении с более зрелыми. Это можно объяснить тем, что молодые компании стремительно развиваются в начале своего пути, именно поэтому в таких фирмах отдача на вложенные инвестиции может быть значительно выше, чем у более зрелых компаний. Однако, возраст компании имеет положительную взаимосвязь с рыночным показателем Market-to-Book Ratio, что может быть связано с тем, что молодые компании имеют меньше опыта на рынке, занимают не такие устойчивые позиции в отрасли и могут иметь сравнительно меньшие доходы [Lipczinsky, Wilson, 2001]. Эффективная доля государства в структуре собственности имеет обратную взаимосвязь с бухгалтерскими показателями, то есть чем большая доля государства в структуре собственности, тем хуже будут у нее бухгалтерские показатели. Что можно объяснить тем, что компании, у которых контрольный пакет акций принадлежит государству, могут преследовать иные цели, отличные от повышения ценности компании и достижения высоких финансовых показателей. Что касается переменной, характеризующей структуру капитала компании, то она имеет положительную взаимосвязь с рыночными показателями финансовой результативности, что может быть связано с тем, что увеличение заемных средств свидетельствует о потенциале развития компании и повышении результативности, достаточной для покрытия стоимости привлечения дополнительного капитала [Black, Love, Rachinsky, 2006]. К подобным результатам приходят и другие авторы [Березинец, Ильина, Черкасская, 2013]. Однако, коэффициент соотношения заемных средств к собственным имеет обратную взаимосвязь с показателем ROA и ROIC в базовых моделях и показателем ROE в итоговой модели. Слишком высокий уровень финансового рычага повышает расходы по процентам и риски не справиться с высокой долговой нагрузкой, что может влиять на эффективность деятельности и финансовые показатели в негативном ключе, что особенно характерно в кризисные периоды. Подобный результат получен в недавнем исследовании [Ilyukhin, 2015]: финансовый леверидж отрицательно связан с результативностью российских компаний. Финансовый леверидж имеет ценность, когда рентабельность активов компании выше, чем процентные ставки по займам, в этом случае возникает положительный эффект финансового рычага. Для российских государственных компаний эффект рычага отрицательный, а значит привлечение дополнительный заемных средств только снизит показатели рентабельности компании. Размер компании, выраженный как натуральный логарифм совокупных активов, имеет прямую взаимосвязь с бухгалтерскими финансовыми показателям, то есть при увеличении размера компании показатели рентабельности будут увеличиваться. Это связано с тем, что более крупные компании имеют дополнительные возможности для инвестирования в проекты и широкий доступ к необходимым ресурсам. Кроме того, большие компании могут использовать экономию от масштаба для повышения эффективности и снижения затрат. Подобные результаты получены и у других авторов [Березинец, Гаранина, Ильина, 2018]. Как и ожидалось, финансовая результативность компаний, выраженная бухгалтерскими показателями, ниже в период спада экономики в кризисные года, чем в другие исследуемые периоды.

## 3.4 Обсуждение полученных результатов и управленческие приложения

Согласно результатам регрессионного анализа, в данной работе, посвященной выявлению взаимосвязи между характеристиками совета директоров и финансовой результативностью публичных компаний с государственным участием, была принята 1, 2 и 5 Гипотезы. Необходимо рассмотреть детально результаты по каждой из ранее выдвинутых Гипотез.

***Гипотеза 1.*** *Существует нелинейная взаимосвязь между размером совета директоров и финансовой результативностью публичных компаний с государственным участием*

Регрессионный анализ позволил выявить статистически значимую нелинейную взаимосвязь между переменными BD и BD2 , характеризующими размер совета директоров, и рыночным показателем финансовой результативности Market-to-Book Ratio, это дает основания для принятия Гипотезы 1. Согласно коэффициентам при переменных, в точке BD = 11 показатель достигает своего минимума, что свидетельствует о том, что наиболее эффективными будут крупные и малые советы директоров. Данный результат соотносится с ранее проведенными исследованиями [Coles, Daniel, Naveen, 2008; Березинец, Ильина, Черкасская, 2013], в которых исследовалась взаимосвязь между размером совета директоров и рыночным показателем финансовой результативности. Таким образом, можно прийти к выводу о том, что для публичных российских компаний с государственным участием средний размер совета директоров не будет оптимальным. Можно это связать с тем, что в небольших по размеру Советах лучше происходит коммуникация, меньше возникает конфликтов и решения принимаются быстрее и эффективнее, в таких Советах лучше осуществляется функция мониторинга, так как все члены вовлечены в процесс. Тогда как в многочисленных Советах присутствует больше кадров с потенциальными необходимыми ресурсами для компании, что приводит к большей эффективности с точки зрения ресурсной концепции.

***Гипотеза 2.*** *Существует положительная взаимосвязь между долей независимых директоров и финансовой результативностью публичных компаний с государственным участием*

По результатам регрессионного анализа удалось выявить статически значимую взаимосвязи между переменной *Independent,* характеризующей долю независимых директоров в Совете, и финансовой результативностью, выраженной как бухгалтерскими, так и рыночными показателями. Следовательно, Гипотеза 2 была принята в данном исследовании. Стоит отметить, что независимые директора имеют более выраженную положительную взаимосвязь с бухгалтерскими показателями ROA и ROIC, а значит в большей степени взаимосвязаны именно с эффективностью использования всего капитала компании, нежели только собственного. Согласно агентской и ресурсной теории, именно независимые директора лучше осуществляют функцию мониторинга и приносят необходимые ресурсы компании. Тем не менее, в научном сообществе до сих пор нет единого мнения о том, как и в какой степени независимые директора улучшают показатели эффективности компании. Множество авторов в своих исследованиях приходят к выводу о наличии положительной взаимосвязи между долей независимых директоров и показателями финансовой результативности деятельности компании [Alonso, Vallelado 2008; Масленникова, Степанова, 2010; Reguera-Alvarado, Bravo, 2017; Mihail, Micu, 2021; Agarwal, 2021; Kanakriyah, 2021]. Не смотря на то, что в исследования Spenser Stuard на выборке из российских публичных компаний за 2020 год, был выявлен рост доли таких директоров в общем совете директоров – с 36,7% до 42,2% и эксперты отмечают, что сократилась доля компаний, которые не следуют рекомендациям Кодекса о доли независимых директоров[[38]](#footnote-38), среди российских публичных компаний с государственным участием эта доля стабильно росла только с 2014 по 2017 год, после чего колебалась в пределах 20%. Таким образом, рассматриваемые компании в выборке не придерживаются рекомендаций Кодекса о минимальной доли независимых директоров. Более того, ВШЭ совместно с Ассоциацией профессиональных инвесторов удалось выяснить, что только в половине из компаний с государственным участием независимые директора отвечали правилам листинга Московской биржи и требованиям Кодекса корпоративного управления 2014 года. Таким образом, для повышения финансовой результативности компаниям с государственным участием стоит пересмотреть политику в области формирования Совета и включать больше независимых директоров, а также проводить регулярную оценку независимости кандидатов и осуществлять анализ независимости членов на предмет соответствия критериям независимости.

***Гипотеза 3.*** *Существует прямая взаимосвязь между долей исполнительных директоров и финансовыми показателя публичных компаний с государственным участием*

Регрессионный анализ не позволил выявить значимой взаимосвязи между переменной *Executive*, характеризующей исполнительных директоров, и показателями финансовой результативности. Из чего следует, что в данной работе автор не может принять или отвергнуть Гипотезу 3. Влияния исполнительных директоров на эффективность бизнеса недостаточно исследовано в академическом сообществе. Авторы придерживаются разных точек зрения: с одной стороны, исполнительные директора хуже исполняют функцию мониторинга, тогда как с другой стороны, исполнительные директора лучше осведомлены о результатах и особенностях компании, а значит могут принимать более эффективные решения. Результаты регрессионного анализа выявили взаимосвязь между долей исполнительных директоров и бухгалтерскими показателями только на 10% уровне. В данном исследование отсутствие значимой взаимосвязи может быть связано с тем, что средняя доля исполнительных директоров слабо меняется во времени до 2021 года и не может значительно повлиять на изменение бухгалтерских показателей.

***Гипотеза 4.*** *Существует положительная взаимосвязь между долей женщин-директоров в Советах и финансовой результативностью публичных компаний с государственным участием*

Согласно результатам регрессионного анализа, не было выявлено значимой взаимосвязи между переменной *Women*, характеризующей долю женщин-директоров в Совете, и показателями финансовой эффективности. Ввиду этого, в данном исследовании невозможно принять или отвергнуть Гипотезу 4 о положительной взаимосвязи между гендерным разнообразием и финансовой результативностью публичных компаний с государственным участием. Эти результаты можно сопоставить с выводами, полученными в других исследованиях [Разумова, Иванова, 2020]. Авторы связывают такие результаты с тем, что наиболее перспективные и рентабельные компании представлены в нефтегазодобывающей и химических отраслях, и тяжелой металлургии, которые являются технически сложными и реже ассоциируются с женщинами. Кроме того, авторы ссылаются на гендерной неравенство, присутствующее в российском обществе. Также в российских компаниях женщины-директора слабо представлены в наблюдательных советах, их доля растет очень медленно, по сравнению с западными компаниями. Тем не менее, доля женщин-директоров имеет положительную взаимосвязь с показателем Market-To-Book Ratio на уровне значимости 10%, что говорит о том, что рынок положительно оценивает увеличение доли женщин в составе совета директоров, но это взаимосвязь выражена не так явно. Что требует развития исследований по данной проблематике в дальнейшем.

***Гипотеза 5.*** *Существует прямая взаимосвязь между долей директоров, имеющих опыт службы в государственных органах власти, и финансовой результативностью публичных компаний с государственным участием*

Результаты регрессионного анализа позволили выявить значимую прямую взаимосвязь между переменной *Gov\_exp*, характеризующей долю директоров с опытом работы в органах государственной власти, и бухгалтерскими показателями рентабельности, что дает основания принять Гипотезу 5. Таким образом, при увеличении доли таких директоров бухгалтерские показатели будут расти. Это можно объяснить с точки зрения ресурсной концепции, ведь такие директора имею прямые связи с государством и в большей степени осведомлены о функционировании национальной экономики, а значит привносят дополнительные конкурентные преимущества [Zhang, Truong, 2019]. Подобные результаты были получены в исследовании [Hillman, 2005], где автор отмечает, что положительная взаимосвязь наиболее выражена в отраслях, которые в большей степени регулируются государством. Ю. Дуляк отмечает преимущество политических связей у членов советов директоров в странах с развивающейся экономикой, так как это позволяет компаниям получать доступ к уникальным ресурсам в первую очередь [Дуляк, 2015]. Однако, увеличение таких директоров может негативно повлиять на рыночные показатели, так как это может сформировать негативный образ у компании, ведь такие директора ассоциируются с бюрократией и коррупцией [Zhang, Truong, 2019]. Однако, в данном исследовании выявить значимой взаимосвязи между долей директоров с опытом работы в органах государственной власти и рыночными показателями эффективности компании не удалось.

***Гипотеза 6.*** *Существует обратная взаимосвязь между «занятостью» членов совета директоров в других компаниях, и финансовой результативностью публичных компаний с государственным участием*

Результаты регрессионного анализа не выявляли статистически значимой взаимосвязи между переменной, характеризующей долю директоров, занимающих директорские позиции в других компаниях и показателями финансовой результативности. Следовательно, в данной работе нельзя ни принять, ни отвергнуть Гипотезу 6. Проблема «занятости» директорских позиций стала крайне актуальной в последнее время, однако исследователи не могут прийти к однозначным результатам, ввиду существования противоположных точек зрения – гипотезы занятости, согласно которой «занятые» директора исполняют свои обязанности не так эффективно, ввиду распылённости обязанностей в нескольких Советах, и гипотезы репутации, согласно которой директора, занимающие несколько директорских позиций, имеют высокую репутацию и воспринимаются как более эффективные.

***Гипотеза 7.*** *Существует положительная взаимосвязь между долей директоров, вовлеченных в экологическую и социальную деятельность, и финансовой результативностью публичных компаний с государственным участием*

Регрессионный анализ также не позволил выявить значимую взаимосвязь между переменной *ES\_factor*, характеризующей долю директоров, вовлеченных в деятельность экологических и социальных некоммерческих организациях, и показателями финансовой результативности. Из чего следует, что Гипотеза 7 ни принимается, ни отклоняется в данном исследовании. Это может быть связано с тем, что большинство компаний до сих пор раскрывают корпоративную информацию в минимальном объеме, а об участии членов совета директоров в некоммерческих организациях информируют только самые крупные компании. Более того, в России ESG-повестка стала актуальна не так давно и еще не многие оценили ее значимость на российском рынке. Тем не менее, уже многие исследователи смогли доказать положительную взаимосвязь между раскрытием ESG-информации, соблюдением принципов устойчивого развития и финансовыми показателями [Батаева, Кокурина, Карпов, 2021; Кузубов, Евдокимова, 2017]. Однако, научных работ о том, как и в какой степени на эффективность деятельности влияют личные характеристики членов советов директоров в сфере устойчивого развития, проведено не было. Тем не менее, доля таких директоров имеет положительную взаимосвязь с показателем Market-To-Book Ratio на уровне значимости 10%, что говорит о том, что рынок положительно оценивает увеличение доли директоров, вовлеченных в деятельность экологических и социальных некоммерческих организаций, но это взаимосвязь выражена не так явно. Однако с учетом активного развития и внедрения ESG во всех сферах общества, можно предположить, что в будущем при более полном раскрытии информации, вовлеченность членов совета директов в экологическую и социальную деятельность будет в большей степени влиять на эффективность работы компании и на ее долгосрочное развитие.

Таким образом, необходимо рассмотреть принятые в исследовании гипотезы в качестве рекомендаций российским публичным компаниям с государственным участием в структуре собственности по формированию наиболее эффективного совета директоров, который своими решениями будет способствовать достижению лучших финансовых показателей и максимизировать благосостояние акционеров. На основании результатов проведенного исследования можно заключить, что таким компаниям стоит уделить пристальное внимание размеру совета директоров, количеству независимых директоров и количеству директоров, имеющих опыт работы в государственных органах власти.

Российским публичным компаниям с государственным участием рекомендуется придерживаться крупных или небольших по размеру советов директоров, так как в данном исследовании была выявлена нелинейная (квадратичная) взаимосвязь с рыночным показателем Market-to-Book Ratio. Средний размер совета директоров, равный 11 человек, будет не таким эффективными, как совет директоров, состоящий из 5 или 15 человек. При среднем совете директоров соотношение рыночной капитализации к балансовой стоимости собственного капитала будет минимальным. Малые и крупные советы директоров имеют свои преимущества: в малых по размеру Советах лучше происходит коммуникация между его членами, возникает меньше конфликтов, решения принимаются быстрее и эффективнее. Кроме того, небольшие советы директоров лучше выполняют функцию мониторинга, лучше посещают заседания и не избегают выполнения обязанностей. В многочисленных советах директоров больше членов с необходимыми для компании связями и ресурсами, которые позволяют находить более эффективные решения. Большие по размеру Советы характеризуются более обильным обменом информации и мнений, что может способствовать более качественной и продуктивной работе, нахождению наиболее рациональных решений в пользу благосостояния акционеров. Компаниям, которые не изменяют размер совета директоров, оставляя его на среднем уровне, стоит задуматься об увеличении или снижении количества членов, что позволит улучшить финансовые показатели компании.

Российским публичным компаниям с государственным участием стоит включать больше независимых директоров в состав советов директоров, так как результаты регрессионного анализа позволили выявить значимую прямую взаимосвязь между долей независимых директоров и как бухгалтерскими, так и рыночными показателями эффективности деятельности компании. Таким образом, увеличение количества таких директоров приведет к росту эффективности использования вложенных ресурсов через увеличение показателей рентабельности компании и к росту благосостояния акционеров через повышение рыночной стоимости собственного капитала. Компаниям с государственным участием следует придерживаться рекомендаций Кодекса корпоративного управления о минимальной доли независимых директоров. Тем не менее, слишком большое количество независимых директоров может негативно повлиять на эффективность компании [Merendino, Melville, 2019], ввиду того, что такие директора, в отличии от исполнительных, имеют слабое представление о результатах деятельности компании, не знают ее специфику и не осведомлены о существующих рисках. Однако, согласно агентской и ресурсной теории, независимые директора лучше осуществляют функцию мониторинга и привносят ценные ресурсы в компанию.

Акционерам компаний с государственным участием более разумно будет увеличивать долю директоров с опытом работы в органах государственных власти, так как результаты регрессионного анализа позволяют сделать вывод о наличии положительной взаимосвязи между долей таких директоров и бухгалтерскими показателями результативности. Ряд исследователей также придерживается мнения об их эффективности в качестве членов наблюдательного совета [Hillman, 2005]. Несмотря на то, что рынок не видит особых преимуществ во включении бывших государственных служителей в совет директоров компаний с государственным участием, так как такие директора могут ассоциироваться с бюрократией и коррупцией, и иметь более консервативные взгляды, такие директора имеют ценные связи с государством, что особенно важно в странах с развивающейся экономикой [Дуляк, 2015]. То есть директора с опытом работы в органах власти могут быть ценными членами Совета с точки зрения ресурсной концепции и привносить в компанию дополнительные конкурентные преимущества, более того, они в большей степени осведомлены о функционировании национальной экономики [Zhang, Truong, 2019].

# Заключение

Целью данного исследования было выявление взаимосвязи между характеристиками совета директоров и финансовой результативностью российских компаний с государственным участием.

Для достижения поставленной цели был выполнен ряд задач. В первой главе была собрана информация по проблематике корпоративного управления и рассмотрены основные теории, связанные с институтом совета директоров. Были выделены особенности российских компаний с государственным участием и проанализирована роль центрального управляющего органа – совета директоров в таких компаниях. Кроме того, были обобщены основные изменения за последние годы в структуре советов директоров российских компаний.

Во второй главе данной работы определены основные финансовые показатели деятельности компаний, проведен анализ существующей литературы, посвященной выявлению взаимосвязи между характеристиками совета директоров и финансовой результативностью российских и зарубежных компаний. Во второй главе также сформулированы гипотезы данного исследования.

Третья глава сосредоточена на эмпирическом исследовании, цель которого заключалась в установлении взаимосвязи между характеристиками совета директоров и показателями финансовой результативности. Была отражена описательная статистика основных характеристик совета директоров и финансовых показателей, обоснован выбор метода исследования и проинтерпретированы полученные результаты. В последней главе также были даны практические рекомендации для российских компаний, основанные на результатах регрессионного анализа.

Результаты регрессионного анализа позволили выявить значимую нелинейную (квадратичную) взаимосвязь между размером совета директоров и рыночным показателем M/B Ratio. Кроме того, удалось обнаружить прямую взаимосвязь между долей независимых директоров и финансовыми показателями. Также было установлено, что доля директоров, имеющих опыт работы в органах государственной власти, положительно взаимосвязана с бухгалтерскими показателями. Ввиду того, что только три из семи гипотез были подтверждены, остается возможность для дальнейших исследований в данной сфере. Таким образом, автору работы удалось выявить, что некоторые характеристики советов директоров российских публичных компаний с государственным участием могут быть связаны с их финансовыми показателями эффективности деятельности.

На основе полученных результатов, российским публичным компаниям с госучастием был дан ряд рекомендаций по формированию совета директоров, способного своими решениями повысить эффективность бизнеса и благосостояние акционеров. Во-первых, таким компаниям стоит придерживаться крупных или небольших по размеру советов директоров, так как именно такого размера Советы способны более эффективно выполнять свои функции и тем самым повышать финансовую результативность компаний. Ввиду того, что большинство компаний в исследовании придерживается среднего по размеру совета директоров и редко изменяет его размер, стоит задуматься о рациональности данного решения и стараться избегать среднего количества членов Совета, сокращая или увеличивая его количественный состав. Во-вторых, российским компаниям с госучастием следует соблюдать рекомендации Кодекса корпоративного управления и включать больше независимых директоров в состав Совета. Независимые директора могут принимать более эффективные решения, лучше осуществлять функцию мониторинга и привносить в компанию ценные ресурсы. Более того, необходимо регулярно осуществлять анализ независимости членов на предмет соответствия критериям независимости. В-третьих, компаниям с государственным участием следует увеличивать долю директоров с опытом работы в органах госвласти, так как рост доли таких директоров может повысить показатели рентабельности капитала компании. Государственные служащие имеют ценные для компании связи с государством, могут привносить необходимые ресурсы и конкурентные преимущества, так как лучше осведомлены о состоянии национальной экономики. Тем не менее, рост таких директоров может сложить негативный образ компании на рынке ввиду того, что они ассоциируются с бюрократией и коррупцией, однако в данном исследовании это не было подтверждено.

Новизна работы заключается в исследовании взаимосвязи между ранее не изученной характеристикой членов совета директоров - вовлеченностью в деятельность экологических и социальных некоммерческих организаций и показателями финансовой результативности. Хотя значимой взаимосвязи выявить не удалось, автор данной работы надеется, что в ближайшем будущем эта характеристика будет положительно взаимосвязана с эффективностью деятельности компании и способствовать долгосрочному развитию.

К основным ограничениям работы относятся сравнительно небольшой размер выборки и законодательные постановления о раскрытии корпоративной информации в минимальном объеме. Кроме того, были проанализированы только публичные компании, ввиду того что только такие компании раскрывают информацию о совете директоров в годовых отчетах. Это оставляет место для дальнейших исследований по данной проблематике.

# Список использованной литературы

1. Авдашева, С.Б. Корпоративное управление в АО с государственным участием: российские проблемы в контексте мирового опыта/ С.Б. Авдашева, Т.Г. Долгопятова, Х. Пляйнес // Издательский дом ГУ ВШЭ. - 2007. - №01. - С. 52.
2. Амбарднишвили, Т.Г. Совет директоров и дивидендная политика в российских компаниях с прямым государственным участием/ Т.Г, Амбарднишвили, И.В. Березинец, Ю.Б, Ильина, М.В. Смирнов // Journal of Corporate Finance Research. - 2017. - №11. - С. 51-77.
3. Батаева, Б.С. Влияние раскрытия ESG-показателей на финансовые результаты российских публичных компаний / Б.С. Батаева, А.Д. Кокурина, Н.А. Карпов // Управленец. - 2021. - №12(6). - С. 20–32.
4. Беликов, И.В. Совет директоров как мировой стандарт корпоративного управления компанией. - Москва: Эксмо, 2008. – С. 624
5. Беляева, И.Ю Специфика корпоративного управления в компаниях с государственным участием в зарубежных странах / И.Ю. Беляева, М.М. Пухова // Вестник ТвГУ. Серия: Экономика и управление. - 2014. - №4-1. - С. 30-38.
6. Березинец, И. В. Интеллектуальный капитал совета директоров: динамический подход к определению и структуре / И. В. Березинец, Т. А. Гаранина, Ю. Б. Ильина // Российский журнал менеджмента. - 2017. - Т. 15, № 3. - С. 357-382.
7. Березинец, И. В. Советы директоров в российских АО с государственным участием / И. В. Березинец, Ю. Б. Ильина, М. В. Смирнов // ЭНСР. – 2016. - № 2 (73). - С. 90-106.
8. Березинец, И. В. Структура совета директоров и финансовая результативность российских открытых акционерных обществ / И. В. Березинец, Ю. Б. Ильина, А.В. Черкасская // СПб: Вестник СПбГУ. - 2013. – Сер. Менеджмент. - Вып. 2. – С. 3-52.
9. Бухвалов, А. В. Корпоративное управление: вводный курс / А.В. Бухвалов, М.В. Смирнов - СПб.: Высшая школа менеджмента, 2014. – 185.

Вишневская, Н. С. Лучшая практика корпоративного управления на государственных предприятиях: европейский подход // Акционерное общество : вопросы корпоративного управления. - 2010. - №12. - С. 15-17.

1. Годовые отчеты публичных российских компаний.
2. Госсектор в российской экономике // Аналитический центр при Правительстве РФ URL: https://ac.gov.ru/publications/topics/topic/2345 (дата обращения: 20.02.2023).
3. Долгопятова, Т. Г. Роль совета директоров в российских растущих компаниях: опыт АФК «Система», часть I / Т.Г. Долгопятова, А.М. Либман, И.О. Петров, А.А. Яковлев // Российский журнал менеджмента. - 2015. - №13(1). - С. 91-112.
4. Дуляк, Ю. И. Эмпирический анализ влияния советов директоров на финансовые результаты деятельности российских компаний // Экономическая политика. - 2015. - Т. 10, № 1. - С. 126-148.
5. Жуков, Е.В. Основные тенденции развития ESG-повестки: обзор в России и в мире // Вестник Российского экономического университета имени Г. В. Плеханова. - 2021. - №6. - С. 68-82.
6. Завертяева, М.А. Взаимосвязанные советы директоров и деятельность российских компаний: результаты сетевого анализа / М.А. Завертяева, П.А. Попова // Российский журнал менеджмента. - 2021. - №19(3). - С. 288-314.
7. Ивашковская, И.В, Структура собственности и ее влияние на стратегическую эффективность компаний / И.В. Ивашковская, А. Н. Степанова // Финансы и бизнес. - 2009. - №3. - С. 1–22.
8. Индексы акций государственного сектора // Московская Биржа URL: https://www.moex.com/ru/index/publicsector/ (дата обращения: 27.02.2023).

Как улучшить корпоративное управление в госкомпаниях // Научно- образовательный портал IQ URL: https://iq.hse.ru/news/205006407.html (дата обращения: 11.12.2022).

1. Кодекс корпоративного управления // Вестник Банка России № 40 (1518), 2014. URL: http://www.cbr.ru/publ/Vestnik/ves140418040.pdf (дата обращения:03.03.2023).
2. Компании с государственным участием на Московской бирже // Газпромбанк Инвестиции URL: https://gazprombank.investments/blog/education/state-participation-companies/ (дата обращения: 25.03.2023).
3. Компаниям разрешили не раскрывать отчетность до июля 2023 года // РБК URL: https://quote.rbc.ru/news/article/638470639a794723d4dd1b01 (дата обращения: 01.03.2023).
4. Корпоративное управление: история и практика // Федеральная служба по финансовым рынкам URL: http://koet.syktsu.ru/download/ku\_istoriya\_praktika.pdf (дата обращения: 05.03.2023).
5. Кузубов, С.А. Повышает ли стоимость компании публикация нефинансовых отчетов по стандартам GRI? (на примере стран БРИКС) / С.А. Кузубов, М.С. Евдокимова // Учет. Анализ. Аудит.. - 2017. - №2. - С. 28-36.
6. Люди в советах директоров: как соответствовать новым требованиям // Риск-менеджмент. Практика. - 2021. - №4
7. Масленникова, М.А. Влияние структуры собственности на эффективность деятельности на примере российских и бразильских компаний / М.А. Масленникова, А.Н. Степанова // Журнал "Корпоративные финансы". - 2010. - №3(15). - С. 35-46.
8. МВФ оценил долю государства в российской экономике в 33% // РБК URL: https://www.rbc.ru/economics/12/03/2019/5c879e0c9a79472f59316a90 (дата обращения: 20.02.2023).
9. Монополизация и «дирижизм»: за что Moody's раскритиковал экономику России // РБК URL: https://www.rbc.ru/economics/25/02/2019/5c7276d69a7947a62be84e98 (дата обращения: 20.02.2023).
10. НОКС. Обзор практик корпоративного управления-2022. Результаты исследования // НОКС URL: https://nokc.org.ru/obzor-korp-upravlenia/ (дата обращения: 07.03.2023).
11. Отчет о деятельности Федерального агентства по управлению государственным имуществом за 2013 год // Федеральное агентство по управлению государственным имуществом, 2014 URL: https://rosim.gov.ru/about/reports/performance/202363 (дата обращения: 20.02.2023).

Отчет об управлении находящимися в федеральной собственности акциями открытых акционерных обществ по итогам 2013 года. М.: Федеральное агентство по управлению государственным имуществом, 2014

1. Падение экономики России из-за пандемии стало максимальным за 11 лет // РБК URL: https://www.rbc.ru/economics/01/02/2021/6017e1819a7947cb98f23f95 (дата обращения: 25.03.2023).
2. Почему нефинансовые показатели приобретают все большую значимость для инвесторов // Ernst & Young URL: https://www.ey.com/ru\_kz (дата обращения: 11.12.2023).
3. Развитие корпоративных отношений // Банк России URL: https://www.cbr.ru/issuers\_corporate/development\_corp\_relations/ (дата обращения: 11.12.2022).
4. Разумова, Т.О. Гендерный баланс в руководстве компаний: эффект на финансовые показатели / Т.О. Разумова, Е.С. Иванова // Управленческие науки. - 2020. - №10(4). - С. 67-83.
5. Рентабельность инвестированного капитала, ROIC // Альт-Инвест URL: https://www.alt-invest.ru/lib/roic/ (дата обращения: 12.03.2023).
6. Советам директоров публичных компаний рекомендовано учитывать ESG-факторы при выработке стратегии // Банк России URL: https://www.cbr.ru/press/event/?id=12558 (дата обращения: 10.03.2023).
7. Структура акционерного капитала // Россети URL: ttps://www.rosseti.ru/investors/capital/share/ (дата обращения: 25.02.2023).

Структура акционерного капитала // Татнефть URL: https://www.tatneft.ru/aktsioneram-i-investoram/equity\_structure (дата обращения: 20.02.2023).

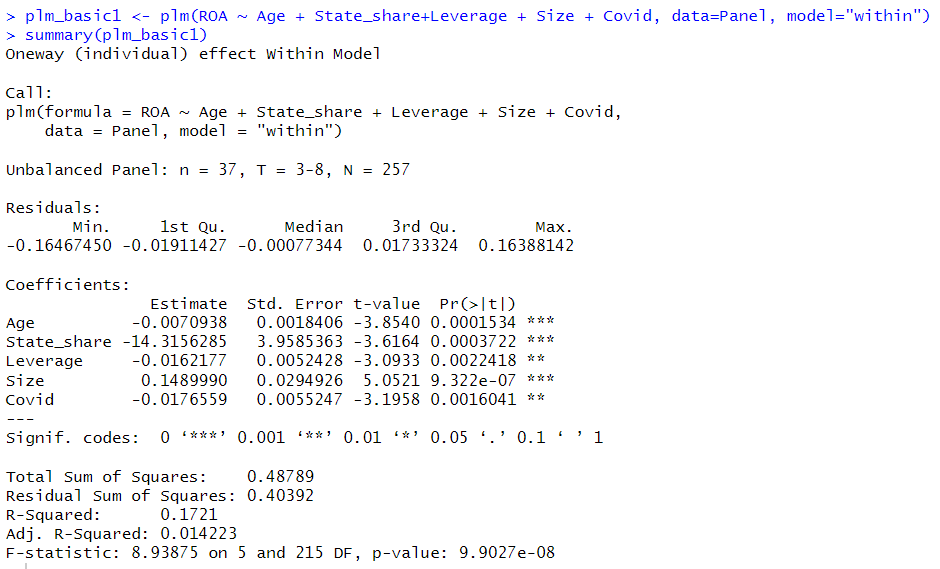
1. ФАС заявила о контроле государства над 70% российской экономики // РБК URL: https://www.rbc.ru/economics/29/09/2016/57ecd5429a794730e1479fac (дата обращения: 20.02.2023).
2. Эффективная система корпоративного управления: как ее построить, оценить и с какими проблемами придется столкнуться // Комсомольская правда URL: https://www.kp.ru/guide/upravlenie-kompaniei.html (дата обращения: 11.12.2022).
3. Agarwal, S. Literature Review on the Relationship between Board Structure and Firm Performance // International Journal of Business Ethics in Developing Economies. - 2021. - Vol. 9(2). - pp. 33-43.
4. Agrawal, N. Board composition and board size impact on financial performance of the company / N. Agrawal, V. Lakshmi // International Journal of Public Sector Performance Management. - 2020. - Vol. 6(5) . - pp. 737-747.
5. Akerlof, G.A. The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism // The Quarterly Journal of Economics. - 1970. - Vol. 84, No. 3. – pp. 488-500.
6. Alhaddad, L. Do multiple directorships stimulate or inhibit firm value? Evidence from an emerging economy / L. Alhaddad, A.M. Gerged, Z. Saidat, A. A. Al-Qudah, T. Aziz // International Journal of Accounting & Information Management. - 2022. - Vol. 30(4). - pp. 546-562.
7. Aljaaidi, K.S. Economic Value of Energy and Petrochemical Companies and Multiple Directorships: Evidence from Saudi Arabia // AD-Minister. - 2022. - №41. - pp. 149 - 166.
8. Alonso, P.A. Corporate governance in banking: The role of the board of directors / P.A. Alonso, E. Vallelado // Journal of Banking & Finance. - 2008. - №32(12). - pp. 2570-2580.
9. Al-Saidi, M. Board independence and firm performance: evidence from Kuwait // International Journal of Law and Management. - 2020. - Vol. 63(2) . - pp. 251-262.
10. Ararat, M. Female directors, board committees, and firm performance: Time-series evidence from Turkey / M. Ararat, B.B. Yurtoglu // Emerging Markets Review. - 2021. - Vol. 48
11. Arosa, B. The board structure and firm performance in SMEs: Evidence from Spain / B. Arosa, T. Iturralde, A. Maseda // Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa . - 2013. - Vol. 19(3). - pp. 127-135.
12. Bahma, S. Board gender diversity and firm performance: The UK evidence / S. Bahma, C. Nwafor, A. Boateng // International Journal of Finance & Economics. - 2020. - Vol. 26(4). - pp. 5704-5719.
13. Berezinets, I. Effects of board social capital on corporate performance: evidence from Russia / I. Berezinets, Y. Ilina, A. Loginova // Contributions to Game Theory and Management. - 2019. - №12. - pp. 49-69.
14. Berle, A. The Modern Corporation and Private Property / A. Berle, G. Means. - 2nd ed. - Routledge, 1991. – p. 434
15. Bilimoria, D. Building the Business Case for Women Corporate Directors // Women on Corporate Boards of Directors: International Challenges and Opportunities. - 2000. - pp. 25-40.
16. Black, B. Corporate governance indices and firms' market values: Time series evidence from Russia / B. Black, I. Love, A. Rachinsky // Emerging Markets Review. - 2006. - Vol. 7(4). - pp. 361-379.
17. Bond, J.K. Cooperative Financial Performance and Board of Director Characteristics: A Quantitative Investigation // Journal of Cooperatives. - 2009. - №22. - pp. 22-44 .
18. Boyd, B. K. Corporate linkages and organizational environment: A test of the resource dependence model // Strategic Management Journal. - 1990. - №11(6). - pp. 419-430.
19. Bozec, R. Boards of Directors, Market Discipline and Firm Performance // Journal of Business Finance & Accounting. - 2005. - №32(9-10). - pp. 1921-1960.
20. Brealey, R.A. Principles of Corporate Finance / R.A. Brealey, S.C. Myers S, F. Allen - 10th ed. - New York: McGraw-Hill/Irwin, 2011. – p. 969. - 978-0-07-353073-4
21. Carter, D.A. The Gender and Ethnic Diversity of US Boards and Board Committees and Firm Financial Performance / D.A. Carter, F. D’Souza, B.J. Simkins, W.G. Simpson // Corporate Governance: An International Review. - 2010. - Vol. 18(5). - pp. 396-414.
22. Chen, Z. ESG disclosure and financial performance: Moderating role of ESG investors / Z. Chen, G. Xie // International Review of Financial Analysis. - 2022. - Vol. 83
23. Cheng, S. Board Size and the Variability of Corporate Performance // Journal of Financial Economics. - 2008. - №87(1). - pp. 157-176.
24. Chung, K.H. A Simple Approximation of Tobin's q / K.H. Chung, S.W. Pruitt // Financial Management. - 1994. - №23(3). - pp. 70-74.
25. Coase, R.H. The Nature of the Firm // Economica. - 1937. - Vol. 4(16). - pp. 386-405.
26. Coles, J.L. Boards: Does one size fit all? / J.L. Coles, N.D. Daniel, L. Naveen // Journal of Financial Economics. - 2008. - №87(2). - pp. 329-356.
27. Daiser, P. Corporate governance of state-owned enterprises: a systematic analysis of empirical literature / P. Daiser, T. Ysa, D. Schmitt // International Journal of Public Sector Management. - 2017. - Vol. 30. - pp. 447-466.
28. Dalton, D.R. Number of Directors and Financial Performance: A Meta-Analysis / D.R. Dalton, C.M. Daily, J.L. Johnson, A.E. Ellstrand // The Academy of Management Journal. - 1999. - №42(6). - pp. 674-686.
29. Dang, R. Does board gender diversity influence firm profitability? A control function approach / R. Dang, L. Houanti, K. Reddy, M. Simioni // Emerging Markets Review. - 2020. - Vol. 90. - pp. 168-181.
30. Davis, J.H. Toward a Stewardship Theory of Management / J.H. Davis, F.D. Schoorman, L. Donaldson // Academy of Management. - 1997. - №Vol. 22, No.1. - pp. 20-47.
31. Eyenubo, A.S. The impact of bigger board size on financial performance of firms: The Nigerian experience // Journal of Research in International Business and Management. - 2013. - Vol. 3(3). - pp. 85-90.
32. Falato, A. Distracted directors: Does board busyness hurt shareholder value? / A. Falato, D. Kadyrzhanova, U. Lel // Journal of Financial Economics. - 2014. - Vol. 113(3). - pp. 404-426.
33. Fama, E.F. Separation of Ownership and Control / E.F. Fama, M.C. Jensen // The Journal of Law & Economics. - 1983. - №Vol. 26, No. 2. - pp. 301-325.
34. Fich, E.M. Are Busy Boards Effective Monitors? / E.M. Fich, A. Shivdasani // The Journal of Finance. - 2006. - Vol. 61(2). - pp. 689-724.
35. Finegold, D. Corporate Boards and Company Performance: review of research in light of recent reforms / D. Finegold, G.S. Benson, D. Hecht // Corporate Governance: An International Review. - 2007. - №15(5). – pp. 865-878.
36. Fratini, F. Corporate Governance and Performance: Evidence from Italian Companies / F. Fratini, P. Tettamanzi // Open Journal of Business and Management. - 2015. - №03(2). - pp. 199-218.
37. Freeman, R.E. Strategic Management: A Stakeholder Approach. - Boston: Pitman, 1984. - 276 p.
38. Geletkanycz, M.A. CEO Outside Directorships and Firm Performance: A Reconciliation of Agency and Embeddedness Views / M.A. Geletkanycz, B.K. Boyd // Academy of Management Journal. - 2011. - №54. - pp. 335-352.
39. Goel, A. Effect of Board Size on Firm's Performance: Evidences from India / A. Goel, R. Sharma // International Journal of Applied Business and Economic Research. - 2020. - Vol. 15(22) . - pp. 139-151.
40. Hill, C.W.L. Stakeholder-Agency Theory/ C.W.L. Hill, T.M. Jones // Journal of Management Studies. - 1992. - Vol. 29. - pp. 131-154.
41. Hillman A.J. Resource Dependence Theory: A Review / A.J. Hillman A.J., M.C. Withers, B.J. Collins // Journal of Management. - 2009. - Vol. 35
42. Hillman, A.J. Politicians on the Board of Directors: Do Connections Affect the Bottom Line? // Journal of Management. - 2005. - Vol. 31(3)
43. Hundal, S. Multiple Directorships of Corporate Boards and Firm Performance in India // Corporate Ownership & Control. - 2017. - Vol. 14(4). - pp. 150-164.
44. Jensen, M. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure / M. Jensen, W. Meckling // Journal of Financial Economics. - 1976. - Vol. 3, № 4. - pp.305–360.
45. Jiang, Y. Principal-principal conflicts during crisis / Y. Jiang, M. Peng // Asia Pacific Journal of Management. - 2015. - Vol.28 (4). – pp. 683-695.
46. Johnson, S.G. Board Composition Beyond Independence: Social Capital, Human Capital, and Demographics / S.G. Johnson, K. Schnatterly, A.D. Hill // Journal of Management. - 2013. - №Vol. 39. - pp. 232-262.
47. Kajola, S.O. The Effect of Corporate Board Size on Financial Performance of Nigerian Listed Firms / S.O. Kajola, A.A. Onaolapo, M.O. Adelowotan // Nigerian Journal of Management Sciences. - 2017. - Vol. 6(1) . - pp. 204-213.
48. Kallamu, B.S. Impact of Corporate Governance on Diversification in Finance Companies: Evidence from Malaysia // Journal of Economics Bibliography. - 2016. - №3(1). - pp. 108-122.
49. Kanakriyah, R. Impact of Board of Directors' Characteristics on Firm Performance: A Case Study in Jordan // The Journal of Asian Finance, Economics and Business. - 2021. - Vol. 8(3). - pp. 341-350.
50. Kathuria, V. Board Size and Corporate Financial Performance: An Investigation / V. Kathuria, S. Dash // Vikalpa: The Journal for Decision Makers. - 1999. - №24(3). - pp. 11-17.
51. Kept & E+ Change. Барометр устойчивой трансформации бизнеса // Kept URL: https://assets.kept.ru/upload/pdf/2022/10/ru-kept-and-eplus-barometr-of-sustainable-business-transformation.pdf (дата обращения: 11.12.2022).
52. Kramarić, T.P. Measuring the impact of board characteristics on the performance of Croatian insurance companies / T.P. Kramaric, A. Aleksic, M.P. Bach // International Journal of Engineering Business Management. - 2018. - №10. - pp. 1-13.
53. Kwaji Effect of board characteristics on the performance of listed food and beverages firms in Nigeria / Kwaji, S. Fave, Shmaki, A. Rimamshung, I.J. Dabari // International Journal of Development Research. - 2017. - Vol. 7(10). - pp. 16260-16265.
54. Lane, P.G. Relative absorptive capacity and interorganizational learning / P.G. Lane, M. Lubatkin // Strategic Management Journal. - 1998. - Vol. 19. - pp. 461-477.
55. Lipczynski, J. and Wilson, J. Industrial Organisation: An Analysis of Competitive Markets. - Prentice Hall, UK: 2001
56. Lipton, M. A modest proposal for improved corporate governance / M. Lipton, J.W. Lorsch // Business Lawer. – 1992. - 48 (1). – pp. 59-77.
57. Merendino, A. The board of directors and firm performance: empirical evidence from listed companies / A. Merendino, R. Melville // Corporate Governance International Journal of Business in Society . - 2019. - №19(3). - pp. 508-551.
58. Mihail, B.A. The Influence of the Independent Non-Executive Board Members on the Financial Performance of the Companies Listed in the Bucharest Stock Exchange / B.A. Mihail, C.D. Micu // Journal of Risk and Financial Management. - 2021. - Vol. 14(10). - pp. 1-14.
59. Mishra, S. Do Independent Directors Improve Firm Performance? Evidence from India // Global Business Review. - 2020. - pp. 1-19.
60. Muhammad, H. Capital structure and firm performance: the role of corporate governance/ H. Muhammad, S. Migliori, S. Mohsni // International Journal of Business Governance and Ethics. - 2021. - №15(4). - pp. 436 - 458.
61. Naseem, M.A. Board Attributes and Financial Performance: The Evidence from an Emerging Economy / M.A. Naseem, S. Xiaoming, S. Riaz, R.U. Rehman // Journal of Developing Areas. - 2017. - Vol. 51(3). - pp. 281-297.
62. Nielsen, S. The Contribution of Women on Boards of Directors: Going beyond the Surface / S. Nielsen, M. Huse // Corporate Governance: An International Review. - 2010. - Vol. 18(2). - pp. 136-148. Sanda, Garba, Milailu, 2011
63. Omer, T.C. Do Well-Connected Directors Affect Firm Value? / T.C. Omer, M.K. Shelley, F.M. Tice // Journal of Applied Finance. - 2014. - Vol. 2. - pp. 1-16.
64. Orozco, L.A. Trends on the relationship between board size and financial and reputational corporate performance: The Colombian case / L.A. Orozco, J. Vargas, R. Galindo-Dorado // European Journal of Management and Business Economics. - 2018. - №27(2). - pp. 183-197.
65. Patton, A. Why won't directors rock the boat? / A. Patton, J. Baker // Harvard business review. - 1987. - Vol. 62. - pp. 10-12.
66. Pfeffer, J. The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective. Harper & Row: N. Y. / J. Pfeffer, G.R. Salancik. – 1978.
67. Pfeffer, J. Size and Composition of Corporate Boards of Directors: The Organization and Its Environment // Administrative Science Quarterly. - 1972. - №17. - pp. 218-228.
68. Plumlee, M. Voluntary environmental disclosure quality and firm value: Further evidence / M. Plumlee, D. Brown, R.M. Hayes, R.S. Marshall // Journal of Accounting and Public Policy. - 2015. - Vol. 34(4). - pp.336-361.
69. Post, J.E. Redefining the Corporation Stakeholder Management and Organizational Wealth / J.E. Post, L.E. Preston, S. Sachs. - Stanford: Stanford University Press, 2002. - 376 p.
70. PricewaterhouseCoopers. Устойчивое развитие в фокусе внимания советов директоров. Опрос членов советов директоров российских компаний, 2019 г. // PricewaterhouseCoopers URL: https://www.b-soc.ru/wp-content/uploads/2019/11/polnyj-tekst-issledovaniya.pdf (дата обращения: 10.03.2023).
71. Purushottam, N.V. Board size and firm performance: a Study on BSE 100 companies // Journal of Management. - 2019. - Vol. 6(3) . - pp. 117-123.
72. Reguera-Alvarado, N. The effect of independent directors’ characteristics on firm performance: Tenure and multiple directorships / N. Reguera-Alvarado, F. Bravo // Research in International Business and Finance. - 2017. - Vol. 41. - pp. 590-599.
73. Rodriguez-Fernandez, M. Social Responsibility and Financial Performance: The Role of Good Corporate Governance // Business Research Quarterly. - 2016. - Vol. 19(2). - pp. 137-151.
74. Sanda, A.U. Corporate governance mechanisms and firms' financial performance in Nigeria / A.U. Sanda, A.S. Mikailu, T. Garba // Afro-Asian Journal of Finance and Accounting. - 2010. - Vol. 2(1). - pp. 22-39.
75. Shleifer, A. A Survey of Corporate Governance / A. Shleifer, R.W. Vishny // The Journal of Finance. - 1997. - Vol. 52. - pp. 737-783.
76. Shukla, A. Impact of corporate social responsibility on financial performance of energy firms in India / A. Shukla, Greetika // International Journal of Business Governance and Ethics. - 2022. - Vol. 16(1). - pp. 88-105.
77. Simionescu, L.N. Does board gender diversity affect firm performance? Empirical evidence from Standard & Poor’s 500 Information Technology Sector / L.N. Simionescu, S.C. Cherghina, H. Tawail, Z. Sheikha// Financial Innovation. - 2021. - Vol. 7(52)
78. Simon, H.A. Administrative Behavior: A Study of Decision-Making Processes in Administrative Organization. - 4th ed. - NY: The Free Press, 1997. - 384 p.
79. SpenserStuard. Российский индекс советов директоров 2020 // SpenserStuard URL: https://www.spencerstuart.com/-/media/2021/june/russiabi2020/russiabi\_2020.pdf (дата обращения: 05.03.2023).
80. Stanton Chase. Советы директоров крупнейших российских публичных компаний // Stanton Chase URL: https://www.stantonchase.com/wp-content/uploads/2020/08/BoD\_Russia\_Report\_2020\_v14\_RUS\_Final-1.pdf (дата обращения: 05.03.2023).
81. Stanton Chase. Советы директоров крупнейших российских публичных компаний // Stanton Chase URL: https://www.stantonchase.com/wp-content/uploads/2021/09/BoD\_Russia\_Report\_2021\_RUS\_v9.pdf (дата обращения: 05.03.2023).
82. Upadhyay, A.D. Inside directors, risk aversion, and firm performance / A.D. Upadhyay, R. Bhargava, S. Faircloth, H. Zeng // Review of Financial Economics. - 2017. - Vol. 32. - pp. 64-74.
83. Vafaei, A. Board Diversity and Financial Performance in the Top 500 Australian Firms / A. Vafaei, A. Kamran, P. Mather // Australian Accounting Review. - 2015. - Vol. 25(4). - pp. 413-427.
84. Williamson, O.E. The Economic Institutions of Capitalism. - NY: The Free Press, 1985. - 450 p.
85. Young M.N. Corporate Governance in Emerging Economies: A Review of the Principal–Principal Perspective / M.N. Young, M.W. Peng, D. Ahlstrom, G.B. Bruton, Y. Jiang // Journal of Management Studies. - 2008. - №Vol.45 (1). - pp. 196-220.
86. Zhang K. What’s the value of politically connected directors? / K. Zhang, C. Truong // Journal of Contemporary Accounting & Economics. - 2019. - Vol. 15(3)

# Приложения

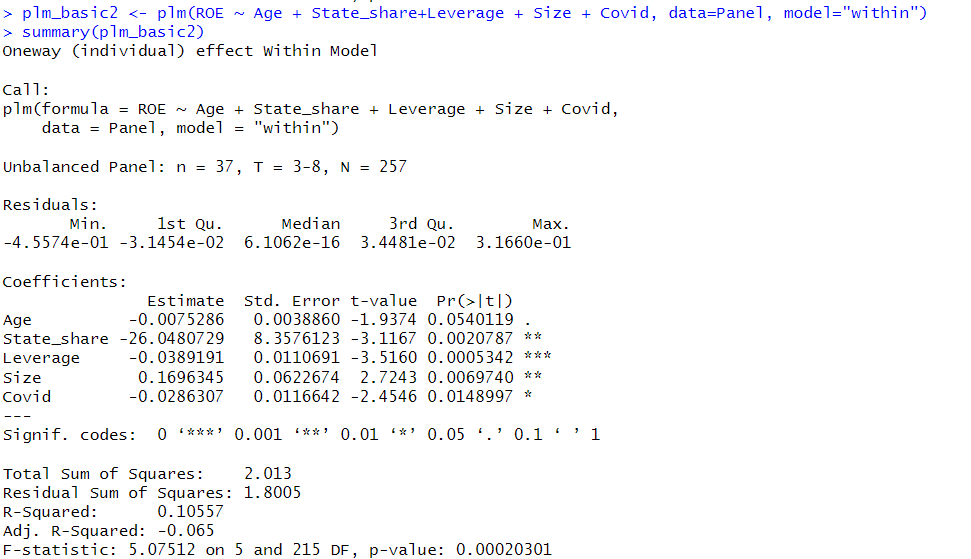
1. Корреляционная матрица переменных

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | BD | Independent | Executive | Women | Gov\_exp | Multi | ES\_factor |
| BD | 1\*\*\* |  |  |  |  |  |  |
| Independent | 0.27\*\*\* | 1\*\*\* |  |  |  |  |  |
| Executive | 0.05 | 0.13\* | 1\*\*\* |  |  |  |  |
| Women | -0.12\* | -0.23\*\*\* | -0.19\*\* | 1\*\*\* |  |  |  |
| Gov\_exp | 0.24\*\*\* | 0.18\*\* | 0.26\*\*\* | -0.17\*\* | 1\*\*\* |  |  |
| Multi | 0.15\* | 0.24\*\*\* | -0.2\*\*\* | 0.11 | -0.04 | 1\*\*\* |  |
| ES\_factor | 0.28\*\*\* | 0.39\*\*\* | 0.13\* | -0.2\*\* | 0.23\*\*\* | 0.37\*\*\* | 1\*\*\* |

1. Базовая регрессионная модель с зависимой переменной ROA



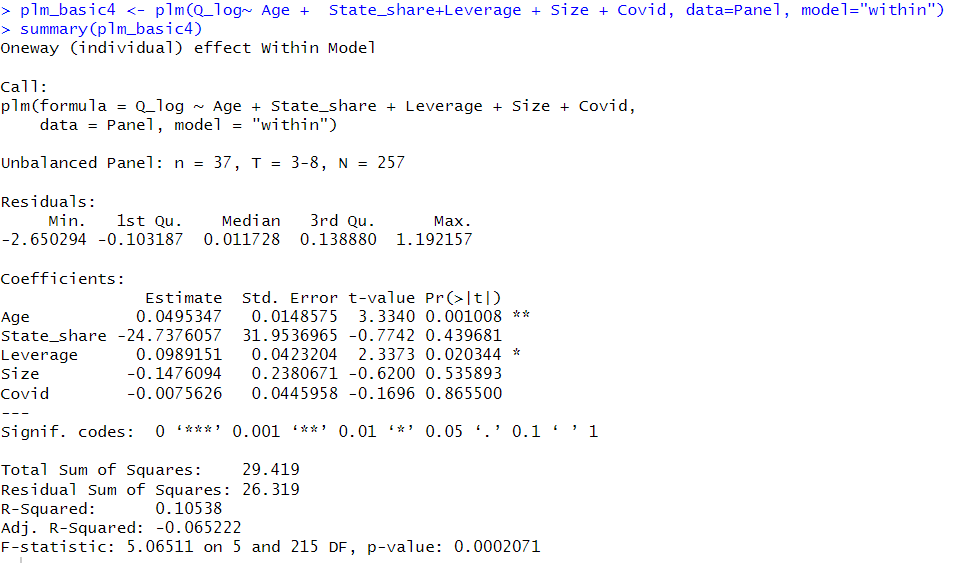
1. Базовая регрессионная модель с зависимой переменной ROE



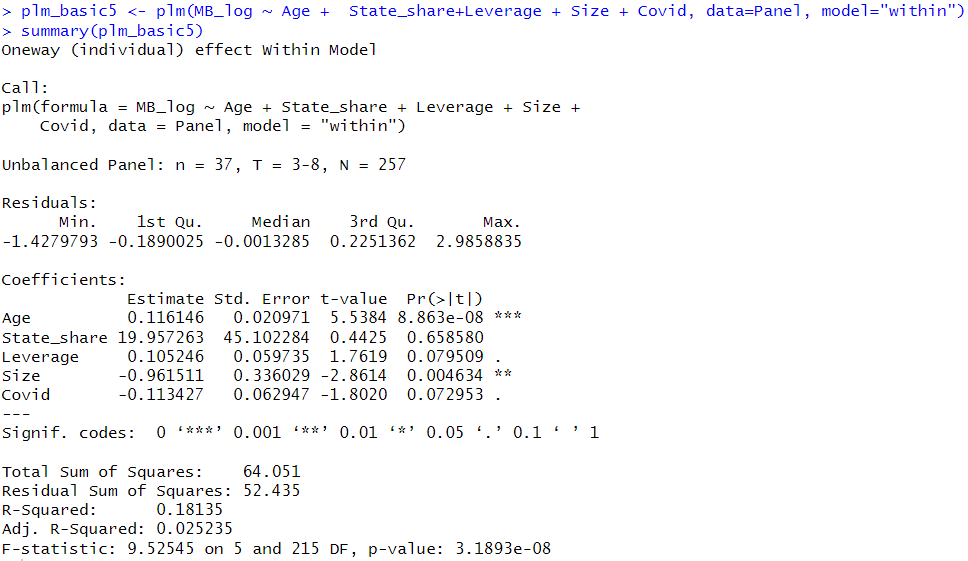
1. Базовая регрессионная модель с зависимой переменной ROIC



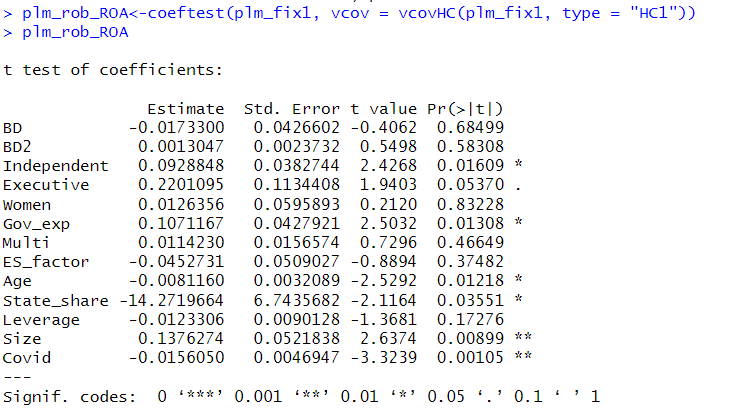
1. Базовая регрессионная модель с зависимой переменной Q\_log



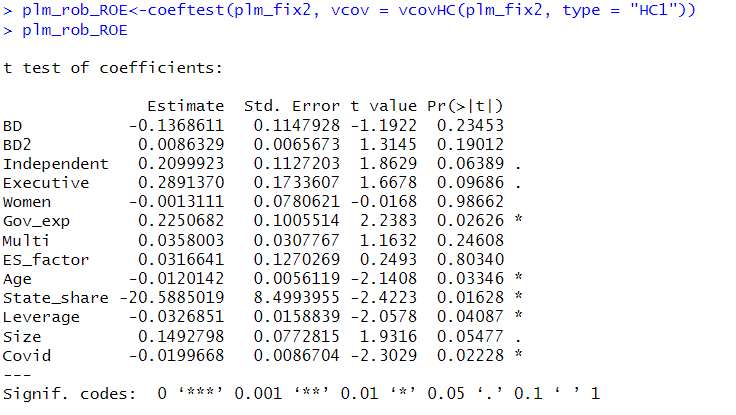
1. Базовая регрессионная модель с зависимой переменной MB\_log



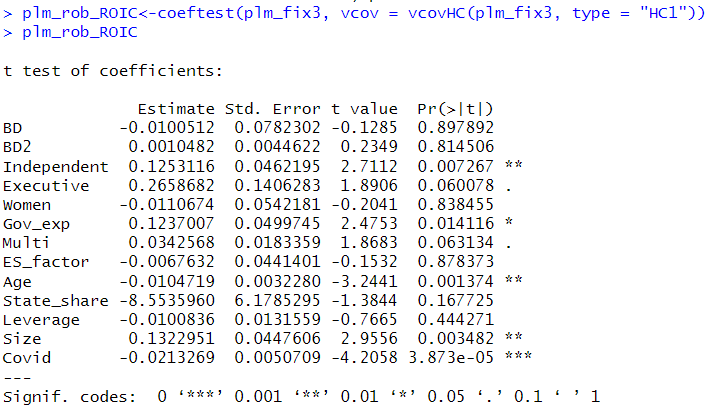
1. Регрессионная модель 1 с зависимой переменной ROA (с робастными стандартными ошибками)



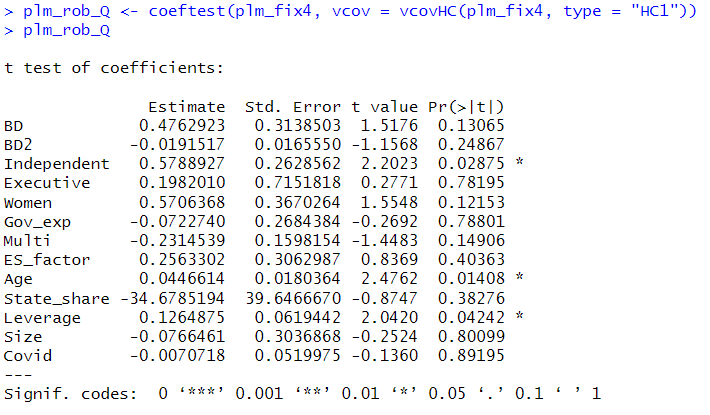
1. Регрессионная модель 2 с зависимой переменной ROE (с робастными стандартными ошибками)



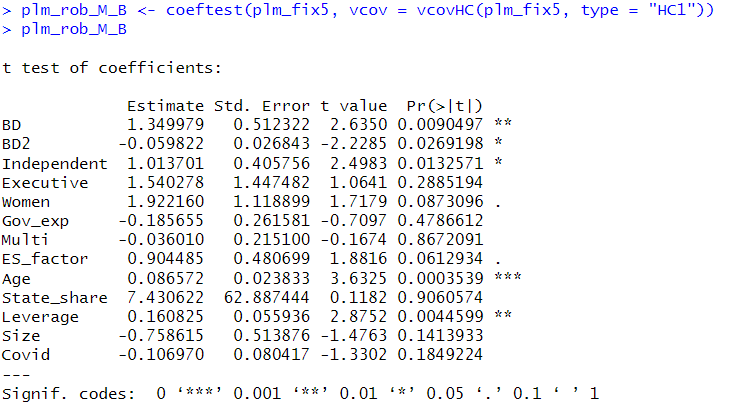
1. Регрессионная модель 3 с зависимой переменной ROIC (с робастными стандартными ошибками)



1. Регрессионная модель 4 с зависимой переменной Q\_log (с робастными стандартными ошибками)



1. Регрессионная модель с зависимой переменной MB\_log (с робастными стандартными ошибками)



1. Развитие корпоративных отношений // Банк России URL: https://www.cbr.ru/issuers\_corporate/development\_corp\_relations/ (дата обращения: 11.12.2022). [↑](#footnote-ref-1)
2. Эффективная система корпоративного управления: как ее построить, оценить и с какими проблемами придется столкнуться // Комсомольская правда URL: https://www.kp.ru/guide/upravlenie-kompaniei.html (дата обращения: 11.12.2022). [↑](#footnote-ref-2)
3. Как улучшить корпоративное управление в госкомпаниях // Научно- образовательный портал IQ URL: https://iq.hse.ru/news/205006407.html (дата обращения: 11.12.2022). [↑](#footnote-ref-3)
4. Почему нефинансовые показатели приобретают все большую значимость для инвесторов // Ernst & Young URL: https://www.ey.com/ru\_kz (дата обращения: 11.12.2022). [↑](#footnote-ref-4)
5. Kept & E+ Change. Барометр устойчивой трансформации бизнеса // Kept URL: https://assets.kept.ru/upload/pdf/2022/10/ru-kept-and-eplus-barometr-of-sustainable-business-transformation.pdf (дата обращения: 11.12.2022). [↑](#footnote-ref-5)
6. Корпоративное управление: история и практика // Федеральная служба по финансовым рынкам URL: http://koet.syktsu.ru/download/ku\_istoriya\_praktika.pdf [↑](#footnote-ref-6)
7. Как улучшить корпоративное управление в госкомпаниях // Научно - образовательный портал IQ URL: https://iq.hse.ru/news/205006407.html (дата обращения: 12.02.2023). [↑](#footnote-ref-7)
8. Отчет о деятельности Федерального агентства по управлению государственным имуществом за 2013 год // Федеральное агентство по управлению государственным имуществом, 2014 URL: https://rosim.gov.ru/about/reports/performance/202363 (дата обращения: 20.02.2023). [↑](#footnote-ref-8)
9. Структура акционерного капитала // Татнефть URL: https://www.tatneft.ru/aktsioneram-i-investoram/equity\_structure (дата обращения: 20.02.2023). [↑](#footnote-ref-9)
10. Госсектор в российской экономике // Аналитический центр при Правительстве РФ URL: https://ac.gov.ru/publications/topics/topic/2345 (дата обращения: 20.02.2023). [↑](#footnote-ref-10)
11. МВФ оценил долю государства в российской экономике в 33% // РБК URL: https://www.rbc.ru/economics/12/03/2019/5c879e0c9a79472f59316a90 (дата обращения: 20.02.2023). [↑](#footnote-ref-11)
12. ФАС заявила о контроле государства над 70% российской экономики // РБК URL: https://www.rbc.ru/economics/29/09/2016/57ecd5429a794730e1479fac (дата обращения: 20.02.2023). [↑](#footnote-ref-12)
13. Монополизация и «дирижизм»: за что Moody's раскритиковал экономику России // РБК URL: https://www.rbc.ru/economics/25/02/2019/5c7276d69a7947a62be84e98 (дата обращения: 20.02.2023). [↑](#footnote-ref-13)
14. Решетников предложил усилить роль государства как инвестора последней инстанции // Ведомости URL: https://www.vedomosti.ru/economics/articles/2022/11/03/948854-reshetnikov-predlozhil-usilit (дата обращения: 25.02.2023). [↑](#footnote-ref-14)
15. Структура акционерного капитала // Россети URL: https://www.rosseti.ru/investors/capital/share/ (дата обращения: 25.02.2023). [↑](#footnote-ref-15)
16. Индексы акций государственного сектора // Московская Биржа URL: https://www.moex.com/ru/index/publicsector/ (дата обращения: 27.02.2023). [↑](#footnote-ref-16)
17. Компаниям разрешили не раскрывать отчетность до июля 2023 года // РБК URL: https://quote.rbc.ru/news/article/638470639a794723d4dd1b01 (дата обращения: 01.03.2023). [↑](#footnote-ref-17)
18. Как улучшить корпоративное управление в госкомпаниях // Научно-образовательный портал IQ URL: https://iq.hse.ru/news/205006407.html (дата обращения: 05.03.2023). [↑](#footnote-ref-18)
19. Stanton Chase. Советы директоров крупнейших российских публичных компаний // Stanton Chase URL: https://www.stantonchase.com/wp-content/uploads/2020/08/BoD\_Russia\_Report\_2020\_v14\_RUS\_Final-1.pdf (дата обращения: 05.03.2023). [↑](#footnote-ref-19)
20. Stanton Chase. Советы директоров крупнейших российских публичных компаний // Stanton Chase URL: https://www.stantonchase.com/wp-content/uploads/2021/09/BoD\_Russia\_Report\_2021\_RUS\_v9.pdf (дата обращения: 05.03.2023). [↑](#footnote-ref-20)
21. SpenserStuard. Российский индекс советов директоров 2020 // SpenserStuard URL: https://www.spencerstuart.com/-/media/2021/june/russiabi2020/russiabi\_2020.pdf (дата обращения: 05.03.2023). [↑](#footnote-ref-21)
22. НОКС. Обзор практик корпоративного управления-2022. Результаты исследования // НОКС URL: https://nokc.org.ru/obzor-korp-upravlenia/ (дата обращения: 07.03.2023). [↑](#footnote-ref-22)
23. Люди в советах директоров: как соответствовать новым требованиям // Риск-менеджмент. Практика. - 2021. - №4 [↑](#footnote-ref-23)
24. URL:<https://www.stantonchase.com/wp-content/uploads/2021/09/BoD_Russia_Report_2021_RUS_v9.pdf> (дата обращения: 10.03.2023) [↑](#footnote-ref-24)
25. Советам директоров публичных компаний рекомендовано учитывать ESG-факторы при выработке стратегии // Банк России URL: https://www.cbr.ru/press/event/?id=12558 (дата обращения: 10.03.2023). [↑](#footnote-ref-25)
26. PricewaterhouseCoopers. Устойчивое развитие в фокусе внимания советов директоров. Опрос членов советов директоров российских компаний, 2019 г. // PricewaterhouseCoopers URL: https://www.b-soc.ru/wp-content/uploads/2019/11/polnyj-tekst-issledovaniya.pdf (дата обращения: 10.03.2023). [↑](#footnote-ref-26)
27. URL:https://assets.kept.ru/upload/pdf/2022/10/ru-kept-and-eplus-barometr-of-sustainable-business-transformation.pdf (дата обращения: 10.03.2023) [↑](#footnote-ref-27)
28. Корпоративное управление и ESG-трансформация российских компаний // Центр устойчивого развития Школы управления СКОЛКОВО URL: https://www.skolkovo.ru/researches/korporativnoe-upravlenie-i-esg-transformaciya-rossijskih-kompanij/ (дата обращения: 10.03.2023). [↑](#footnote-ref-28)
29. Рентабельность инвестированного капитала, ROIC // Альт-Инвест URL: https://www.alt-invest.ru/lib/roic/ (дата обращения: 12.03.2023). [↑](#footnote-ref-29)
30. URL: <https://www.stantonchase.com/wp-content/uploads/2021/09/BoD_Russia_Report_2021_RUS_v9.pdf> (дата обращения: 15.03.2023) [↑](#footnote-ref-30)
31. URL: https://www.spencerstuart.com/-/media/2021/june/russiabi2020/russiabi\_2020.pdf (дата обращения: 05.03.2023). [↑](#footnote-ref-31)
32. URL: https://www.spencerstuart.com/-/media/2021/june/russiabi2020/russiabi\_2020.pdf (дата обращения: 05.03.2023). [↑](#footnote-ref-32)
33. URL: https://www.ey.com/ru\_kz (дата обращения: 11.12.2023) [↑](#footnote-ref-33)
34. URL: <https://www.stantonchase.com/wp-content/uploads/2021/09/BoD_Russia_Report_2021_RUS_v9.pdf> (дата обращения: 05.03.2023) [↑](#footnote-ref-34)
35. URL: https://www.b-soc.ru/wp-content/uploads/2019/11/polnyj-tekst-issledovaniya.pdf (дата обращения: 10.03.2023). [↑](#footnote-ref-35)
36. Компании с государственным участием на Московской бирже // Газпромбанк Инвестиции URL: https://gazprombank.investments/blog/education/state-participation-companies/ (дата обращения: 25.03.2023). [↑](#footnote-ref-36)
37. Падение экономики России из-за пандемии стало максимальным за 11 лет // РБК URL: https://www.rbc.ru/economics/01/02/2021/6017e1819a7947cb98f23f95 (дата обращения: 25.03.2023). [↑](#footnote-ref-37)
38. URL: https://www.spencerstuart.com/-/media/2021/june/russiabi2020/russiabi\_2020.pdf (дата обращения: 05.03.2023). [↑](#footnote-ref-38)