Федеральное государственное образовательное учреждение

высшего профессионального образования

Санкт-Петербургский государственный университет

Институт «Высшая школа менеджмента»

**СОВЕТЫ ДИРЕКТОРОВ И ПОКАЗАТЕЛИ ЭФФЕКТИВНОСТИ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ: ИССЛЕДОВАНИЕ КОМПАНИЙ КНР**

**Board of directors and corporate performance: a study of Chinese companies**

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

ЛОПАТИНА-ЛАНСКОГО Максима Сергеевича

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

Научный руководитель: к.э.н., доцент

Кафедра финансов и учета

ИЛЬИНА Юлия Борисовна

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

Рецензент: к.э.н., ст. преподаватель

Кафедра финансов и учета

СМИРНОВ Марат Владимирович

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

Санкт-Петербург

2023

**ЗАЯВЛЕНИЕ О САМОСТОЯТЕЛЬНОМ ВЫПОЛНЕНИИ ВЫПУСКНОЙ КВАЛИФИКАЦИОННОЙ РАБОТЫ**

Я, Лопатин-Ланской Максим Сергеевич, студент 4 курса направления 38.03.02 «Менеджмент» (профиль подготовки – Финансовый̆ менеджмент), заявляю, что в моей̆ выпускной̆ квалификационной̆ работе на тему «Советы директоров и показатели эффективности деятельности: исследование компаний КНР», предоставленной̆ в службу обеспечения программ бакалавриата для последующей̆ передачи в государственную аттестационную комиссию для публичной̆ защиты, не содержится элементов плагиата. Все прямые заимствования из печатных и электронных источников, а также из защищенных ранее курсовых и выпускных квалификационных работ, кандидатских и докторских диссертаций имеют соответствующие ссылки.   
Мне известно содержание п. 9.7.1 Правил обучения по основным образовательным программам высшего и среднего профессионального образования в СПбГУ о том, что «ВКР выполняется индивидуально каждым студентом под руководством назначенного ему научного руководителя», и п. 51 Устава федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего профессионального образования «Санкт- Петербургский̆ государственный̆ университет» о том, что «студент подлежит отчислению из Санкт-Петербургского университета за представление курсовой̆ или выпускной̆ квалификационной̆ работы, выполненной̆ другим лицом (лицами)».

Shape

Description automatically generated with medium confidence / Лопатин-Ланской Максим Сергеевич   
  
23.02.2023

**Содержание**

[ВВЕДЕНИЕ 4](#_Toc135938689)

[ГЛАВА 1. КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ И СОВЕТЫ ДИРЕКТОРОВ 7](#_Toc135938692)

[1.1 Корпоративное управление: понятие и принципы 7](#_Toc135938693)

1.2 [Корпоративное управление и институциональная среда в КНР 10](#_Toc135938694)

[1.3 Советы директоров в КНР 16](#_Toc135938696)

[ГЛАВА 2. ОБЗОР ИССЛЕДОВАНИЙ ПО ВЗАИМОСВЯЗИ СОВЕТОВ ДИРЕКТОРОВ И РЕЗУЛЬТАТИВНОСТИ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ КОМПАНИИ И ГИПОТЕЗЫ ЭМПИРИЧЕСКОГО ИССЛЕДОВАНИЯ 20](#_Toc135938697)

[2.1 Исследования, посвященные Совету директоров и эффективности компании 20](#_Toc135938698)

[2.2 Гипотезы исследования 23](#_Toc135938699)

[ГЛАВА 3. ЭМПИРИЧЕСКОЕ ИССЛЕДОВАНИЕ ВЗАИМОСВЯЗИ МЕЖДУ СОСТАВОМ СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ И ЭФФФЕКТИВНОСТЬЮ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ КОМПАНИИ 27](#_Toc135938700)

[3.1 Формирование выборки данных 27](#_Toc135938701)

[3.2 Методология исследования 28](#_Toc135938702)

[3.3 Описание переменных 30](#_Toc135938703)

[3.4 Описательная статистика переменных 32](#_Toc135938704)

[3.5 Регрессионный анализ 34](#_Toc135938705)

[3.6 Основные результаты и выводы исследования 36](#_Toc135938706)

[ЗАКЛЮЧЕНИЕ 41](#_Toc135938707)

[СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ 43](#_Toc135938708)

[ПРИЛОЖЕНИЯ 53](#_Toc135938709)

# 

# ВВЕДЕНИЕ

Тема создания, развития и управления составом совета директоров далеко не нова в академическом сообществе. Совет директоров является ключевым компонентом в структуре корпоративного управления, обеспечивая надзор и руководство бизнесом. Для компаний очень важно понимать и изучать роль совета директоров, поскольку она оказывает непосредственное влияние на успех или неудачу их деятельности. По своей сути, роль совета директоров заключается в том, чтобы выступать в качестве независимого органа, контролирующего управленческие решения и помогающего направлять видение компании. Как правило, в состав совета директоров входят руководители высшего звена из различных секторов организации. Они отвечают за определение политики, оценку результатов деятельности, мониторинг рисков, утверждение крупных расходов и инвестиций, а также за избрание должностных лиц, таких как генеральный директор или финансовый директор. В дополнение к этой основной функции они регулярно проводят заседания в течение года для обсуждения стратегий или инициатив, требующих внимания. Правление несет ответственность за постановку целей и реализацию стратегий, которые приносят пользу акционерам.

Структура совета директоров регламентируется нормативными актами разных стран. Так, например, на практике Китайской народной республики (далее - КНР), о которой пойдет речь в данной работе, используются общие положения гражданского права КНР и закона КНР «О компаниях», где прописаны юридические требования к составу, полномочиям и обязанностям совета директоров. По мере того, как организации в КНР становятся все более сложными, необходимость в совете директоров приобретает все большее значение. Члены совета директоров должны знать не только местные законы, но и должны быть осведомлены об иностранных правилах и практиках, связанных с отношениями с иностранными инвесторами. Учитывая важность совета директоров в структурах корпоративного управления, изучение роли совета директоров может оказаться неоценимым для организаций. Само собой разумеется, что понимание всеми членами совета своих функций и обязанностей играет важную роль в разработке эффективных стратегий для достижения успеха в рамках этих структур — как на местном уровне в КНР, так и на глобальном уровне, где также присутствуют иностранные инвесторы. Правильное управление обеими сторонами может помочь компаниям полностью раскрыть свой потенциал, при этом соответствуя  всем законам, действующим в стране и за рубежом.

Кроме того, наличие эффективного совета директоров крайне важно как на предприятиях с государственным участием, так и в частных компаниях, – что является существенным в вопросе изучения китайской специфики в рассматриваемом вопросе. Советы директоров с государственным участием преимущественно состоят из назначенных правительством должностных лиц, которые могут не иметь никакого предыдущего опыта управления коммерческими организациями. Наличие эффективного совета директоров является ключевым, поскольку он обеспечивает надзор за соответствующими вопросами управления, избегая при этом конфликтов между интересами владельцев на разных уровнях организации, тем самым помогая поддерживать стандарты корпоративного управления, необходимые для успеха, независимо от размера или структуры собственности.   
 Таким образом, **цель исследования** заключается в выявлении взаимосвязи между структурой совета директоров и показателями эффективности деятельности компаний. Цель исследования может быть достигнута при условии выполнения **следующих задач**:

1. Провести анализ литературы по совету директоров как механизму корпоративного управления, его роли, функциям, структуре, взаимосвязи с финансовой результативностью компаний.
2. Сформировать выборку по характеристикам членов советов директоров компаний КНР.
3. Выбрать и обосновать набор показателей эффективности для анализа.
4. Провести эконометрический анализ взаимосвязи между характеристиками состава совета директоров и эффективностью компании .
5. Интерпретировать полученные результаты и сформулировать выводы по результатам исследования.

**Объектом исследования** является состав совета директоров публичных компаний КНР.

**Предметом исследования** является взаимосвязь характеристик членов совета директоров компаний КНР и показателей эффективности деятельности компании.

Исследование проводилось на выборке из 100 публичных компаний КНР, зарегистрированных на Шанхайской фондовой бирже и относящихся к 30 различным отраслям промышленности, Использованы данные по компаниям за 3 последовательных года: 2019, 2020, 2021. При формировании выборки были использованы следующие источники: CSMAR, Yahoo Finance, Investing.com, InvestFunds, Stocks.us, а также годовые отчеты исследуемых компаний. Для описания теоретической части были использованы информационные ресурсы: EBSCO, Cyberleninka, Wiley Online Library и Elibrary. Сбор данных и предварительная обработка были проведены в среде MS Excel, а дальнейшее построение регрессионных моделей и проверка выдвинутых гипотез в среде R Studio. Стоит отметить, что сбор данных был осложнен отсутствием доступа к профильным базам данных, что требовало более детального анализа источников на предмет достоверности и сбора данных вручную.

**Методология исследования:** Эконометрическое моделирование с применением методологии регрессионного анализа.

Работа состоит из введения, трех глав, списка использованной литературы и приложения. В первой главе рассматривается сущность корпоративного управления и объясняется его необходимость в современных корпорациях. Далее представлена специфика институциональной среды КНР и специфика развития корпоративного управления в этой стране. Во второй главе представлен обзор исследований в контексте различных стран. Обоснованы и описаны принятые для исследования гипотезы. В третьей главе рассматриваются выбранные для исследования переменные, приводится их описание. Производится анализ и результатов эконометрического анализа по тестированию гипотез. В заключении сделаны выводы по итогам проведенного исследования и представлены практические рекомендации.

# КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ И СОВЕТЫ ДИРЕКТОРОВ

## Корпоративное управление: понятие и принципы

Единственного и наиболее верного определения термина «Корпоративное управление» не существует. Chartered Governance institute UK, который является авторитетным источником знаний и новаторских практик в области корпоративного управления, определяет, что корпоративное управление – это система правил, практик и процессов, согласно которым компания управляется и контролируется[[1]](#footnote-1). Можно уточнить это определение и сформулировать корпоративное управление как комплекс принятых мер в организации, которые регламентируют действия сотрудников и направляют компанию. В то же время Кэдбери, Шляйфер и Вишни смотрят на корпоративное управление с другой стороны и определяют его как способы, с помощью которых поставщики капитала гарантируют прибыль на инвестиции[[2]](#footnote-2). Однако обязательства компании распространяются в том числе и на более широкую группу лиц, которые могут повлиять на эффективность фирмы. Среди них: поставщики, сотрудники, кредиторы, конкуренты и прочие. С этой точки зрения Эдвард Фриман, создатель концепции заинтересованных сторон, определяет корпоративное управление, как то, что компания сама по себе является группой заинтересованных сторон, и ключевой задачей КУ является определение методик эффективного управления их интересами и требованиями. А.В Бухвалов и М.В. Смирнов в книге, посвященной вводному курсу по корпоративному управлению, проводят анализ различных определений термина «корпоративного управления» и выводят собственное. Корпоративное управление – это система экономических и юридических отношений и норм, в рамках которых осуществляется распределение корпоративного контроля и прав на денежные потоки между акционерами и разнообразными заинтересованными лицами (стейкхолдерами) компании [Бухвалов, Смирнов, 2012].

Структуры корпоративного управления мотивируют менеджеров максимизировать ценность компании вместо достижения личных целей и обеспечивают достоверность предоставляемой отчетности и прочем. Хорошо функционирующая система корпоративного управления также может создать конкурентное преимущество. Согласование интересов руководителей высшего звена с акционерами или, в более широком смысле, со всеми стейкхолдерами повышает единство и сплоченность компании, что не только минимизирует агентские расходы, но и оптимизирует процесс принятия решений и стабилизирует внутренние операции и управление. Эффективное корпоративное управление также важно для социального обеспечения. Каждая страна стремится, чтобы фирмы, которые работают в пределах ее границ, процветали и росли таким образом, чтобы обеспечить занятость, богатство и удовлетворенность не только для материального повышения уровня жизни, но и для повышения социальной сплоченности.

Разделение собственности и контроля возникло по причине того, что инвесторы не всегда обладали достаточным организационным опытом и талантом для управления компанией. В то же время талантливые менеджеры не всегда располагали капиталом для создания собственного бизнеса. Таким образом, потенциально это была беспроигрышная ситуация, когда те, у кого были деньги, инвестировали, а те, у кого был опыт, управляли. Однако внутренняя проблема, о которой говорили еще во времена Адама Смита, вскоре проявилась в современных корпорациях. Эта проблема, позже названная оппортунистическим поведением, заключалась в том, что те, кто управлял предприятием, могли действовать в противоречии с интересами его владельцев. Например, менеджеры могли просто уклоняться от выполнения своих обязанностей и при этом получать зарплату или преследовать цели, не связанные непосредственно с повышением прибыльности компании. В статье Майкла Дженсена и Уильяма Меклинга «Теория фирмы» (Вестник Санкт-Петербургского университета, серия «Менеджмент», выпуск 4, 2004), агентская теория подразумевает, что предприниматели, акционеры и менеджеры должны найти способы минимизировать потерю стоимости, возникающую в результате разделения собственности и управления. Эти способы, начиная от враждебных поглощений и заканчивая законодательными требованиями к структуре советов директоров, являются элементами корпоративного управления.

Теория агентских отношений исследует агентские отношения, в которых одна сторона (принципал) делегирует работу другой стороне (агенту), которая выполняет эту работу, что создает потенциальную угрозу оппортунистического поведения. Оппортунизм — это ситуация следования личным интересам в том числе и обманным путем в ущерб компании [Уильямсон, 1985]. Репутация топ-менеджеров и прошлый опыт являются несовершенным предиктором, а оппортунистическое поведение нельзя заметить, пока оно не произошло. Следовательно, принципалы создают механизмы управления и контроля, чтобы предотвратить оппортунистические действия агентов. Хотя члены советов директоров уже давно являются основными представителями принципала, собственника, регулирующего решения и поведение топ-менеджеров, независимые аудиторы и юристы также становятся важными советниками, работающими в интересах акционеров и других важных заинтересованных сторон. Тем не менее, директоры в основном регулируют поведение топ-менеджеров с внутренней точки зрения - оценивая поведение и работу последних на основе стандартов, правил, целей и уставов, установленных советом директоров. В то же время независимые аудиторы и юристы в основном делают акцент на внешнем аспекте - проверяют и обеспечивают соответствие руководителей высшего звена и возглавляемых ими компаний различным финансовым, бухгалтерским, налоговым и юридическим стандартам, установленным регулирующими органами и законодателями. Тем не менее, корпоративное управление требует соответствующего дизайна и исполнения, которые оптимально уравновешивают эффективность корпоративного управления и качество стратегических решений. В этом смысле неверно предполагать идеальную линейную корреляцию между уровнем корпоративного управления и уровнем корпоративной эффективности. Корпоративное управление может существенно отличаться в разных странах. Это вызвано отличием в наличии прав и обязательств компании перед той средой, в которой она функционирует. Так, например в странах с развитой экономикой практикуется рыночный или открытый подход к корпоративному управлению, который характеризуется открытостью отчётности, распыленностью собственности, независимым советом директоров. При таком подходе мажоритарии принимают активное участие в стратегическом планировании и разработке видения компании, но не участвуют в операционной деятельности предприятия, что дает большие операционные полномочия менеджерам. При таком подходе к корпоративному управлению большую роль играет степень развития юридических аспектов деятельности и методика распределения власти в предприятии. То же время в развивающихся странах можно преимущественно встретить закрытый или инсайдерский тип корпоративного управления, который характеризуется концентрированной собственностью и недостаточной прозрачностью. В таких странах рынок корпоративного контроля развит относительно слабо – недостаточное количество торгуемых акции, требуемых для получения существенных властных полномочий. Компании с таким типом корпоративного правления лучше защищены от враждебного поглощения и поддерживают стабильность распределения собственности и, соответственно, власти в компании. .

## Корпоративное управление и институциональная среда в КНР

Современное состояние экономики КНР берет свое начало в 1978 году. В декабре состоялся исторический съезд Центрального комитета КПК КНР, на котором был принят основополагающий акт с мерами по оживлению и развитию экономики КНР – Политика реформ и открытости экономики (经济改革开放 – gaigekaifang). Основой акта послужила идея развития так называемого «рыночного социализма». Меры поддержки экономики повлияли не только на внутреннее положение дел граждан, избавив более 800 миллионов человек от бедности по данным Всемирного банка[[3]](#footnote-3), но также позволило иностранным заемщикам участвовать в капитале местных компаний через прямые иностранные инвестиции. Стоит отметить, что идеи, провозглашённые на историческом съезде все еще актуальны в наше время. Разделяют два этапа Политики открытых дверей КНР:

* **1 Этап. 1978 год – 1993 год**

В этот период произошло возрождение рынков, как явления в китайской экономике, а также создание новых государственных предприятий, однако реформа не коснулась частных предприятий на первой стадии реализации политики. После 1980 года наблюдается скачок в развитии публичных промышленных компаний, особенно в портовых городах. Это было вызвано притоком большого количества иностранных провайдеров капитала, который буквально «переливался» (Чен, 2009)[[4]](#footnote-4). Однако стоит заметить, что расцвет государственных публичных компании только загорался на горизонте, в то время как основу добавленной стоимости в экономике КНР производили коллективные хозяйства в остальных регионах страны, которых не коснулась проводимая Политика открытых дверей. И только лишь весной 1992 года Ден СяоПин, председатель КПК, объявил мобилизацию и оптимизацию коллективных хозяйств в остальных регионах страны, для поддержания темпа индустриализации и роста производства наравне с прибрежными регионами.

* **2 Этап. 1993 год – по наше время**

В 2001 году КНР вступила во Всемирную торговую организацию, что в дальнейшем существенным образом скажется на ее экономическом росте. В последующий десяток лет КНР значительным образом развивает и улучшает общественные институты и развивает систему корпоративного управления, по причине большого спроса со стороны владельцев иностранного капитала, вовлеченного в экономику КНР. Более 85% малого и среднего бизнеса, созданного в результате реформ Ден СяоПина, были приватизированы, а большая часть акции была распродана внешним инвесторам. Таким образом, при помощи внешних инвесторов и открытия экономики для иностранного капитала, экономика КНР стала отличным объектом инвестиции, что позволило существенными темпами увеличивать ВВП страны, график которого представлен ниже, и в итоге стать второй экономикой мира в 2009 году, уступив лишь Соединенным Штатам Америки[[5]](#footnote-5). В тот же период комиссия по ценным бумагам и фондовым рынкам КНР и торговая палата впервые формулирует инструкции по внедрению независимых директоров в состав совета директоров публичных компаний, также создает первую редакцию Кодекса корпоративного управления КНР, который в дальнейшем будет развиваться и изменяться согласно вызовам времени и новым практикам.

**Рисунок 1.** Динамика ВВП КНР в текущих ценах с прогнозом до 2027 года.  
 Источник - Statista

Терри Рой в книге «Determinants of economic growth: a cross-country empirical study» считает, что политическая система важнейшим образом влияет на систему корпоративного управления и ее эффективность. Государство является гегемоном с точки зрения законотворческой практики, а значит определяет рамки управления компанией и защищенность отдельных ее членов. В частности, защита интересов миноритарных акционеров напрямую зависит от правовых рамок, которые определяет государство, его политика и, конкретно, партия. Оптимизация частных коллективных предприятий в начале 1990-х годов, которая была описана выше, прошла, в том числе, с раздачей миноритарных долей публичным инвесторам. Из-за нехватки капитала, при бурном росте, компании такого типа вышли на IPO на биржах Шендженя и Шанхая, при сохранении мажоритарной государственной доли. Предоставление большей автономности менеджерам предприятий такого типа не снискало популярности – региональные и центральное правительство все также сохраняют ультимативное право назначать генеральных директов и единолично принимать решения.

Также стоит отметить, что в отличие от западных стран, где контроль и права голоса распределены между членами совета директоров, в КНР ситуация иная. В публичных компаниях КНР с доминирующим государственным участием контроль и голоса распределены между генеральным директором, председателем совета директоров и секретарями от КПК в компании. В большинстве случаев представитель КПК и председатель совета директоров является одним лицом. Комитет по контролю и управлением государственным имуществом КНР постановил, что если председатель сам является членом КПК, то он обязан действовать согласно интересам партии. Однако у такого метода контроля есть ряд недостатков, среди которых отсутствие возможности представителя КПК следить за деятельностью предприятия ежедневно, что ведет к недостатку инициатив, неподкрепленным бизнес-решениям и конфликтам между миноритариями и государственным мажоритарием. Права миноритарных акционеров ограничены, так как они редко могут голосовать при решении важнейших вопросов, назначении или увольнении директоров в компаниях с такой малой долей голосов. Поскольку в большинстве случаев руководство является представителем государства, агентская проблема китайских публичных фирм, потенциально гораздо серьезнее, чем у большинства западных компаний. Нормативно-правовая система для фирм в Китае значительно изменилась с переходом к рыночной экономике. До перехода от плановой к рыночной экономике объектом права были государственные предприятия, целью которых была защита прав государственной собственности. Руководители фирм должны были действовать таким образом, чтобы достичь запланированных целей государства, а не максимизации богатства акционеров. Однако ситуация начала меняться с переходом к рыночной экономике, когда роль государственных предприятий изменилась. В связи с этим правительство КНР приняло Закон КНР «О промышленных предприятиях общенародной собственности» от 1988 года. В частности, было указано, что ГП несут ответственность за свои прибыли и убытки на рынке: "предприятие должно быть социалистической единицей производства и эксплуатации товаров, которая должна, в соответствии с законом, принимать собственные управленческие решения, нести полную ответственность за свои прибыли и убытки и практиковать независимый бухгалтерский учет".

Дальнейшие изменения были внесены с принятием Закона «О компаниях» 1993 года[[6]](#footnote-6). Закон должен был обеспечить правовую основу для преобразования предприятий с государственным участием в различные бизнес-корпорации, включая корпорации, полностью принадлежащие государству и корпорации, находящиеся в совместном владении (например, предприятия между иностранными инвесторами и правительством Китая). Закон о компаниях 1993 года требует, чтобы компании формировали три обязательных органа корпоративного управления. Первый орган -акционеры предприятия. Второй орган - совет директоров. Третий орган – наблюдательный совет. Кроме того, Закон «О компаниях» 1993 года ввел две новые уставные корпоративные должности, а именно должности Генерального директора и Председателя совета директоров. Эти две должности могут быть объединены в одном лице, что известно как двойственность Генерального директора. Двойственность СЕО – это ситуация, при которой Генеральный директор также занимает должность Председателя совета директоров. Разделение ролей Председателя совета директоров и СЕО обеспечивает адекватную систему сдержек и противовесов против потенциального злоупотребления властью со стороны менеджмента. Бхагат и Болтон (2008) утверждают, что двойная должность создает слишком много власти в руках Генерального директора и затрудняет для совета директоров его замену, если компания демонстрирует плохие результаты.

За последние десятилетия, по мере перехода от централизованного планирования к рыночной экономике, КНР издал ряд новых законов и нормативных актов о ценных бумагах. В частности, последняя поправка к Закону «О компаниях» от 2013 года обеспечивает лучшую правовую основу для системы КУ в КНР, в частности он направлен на обеспечение надежной законодательной защиты в условиях активного экономического развития Китая.

Новый закон в основном ориентирован на реорганизацию системы создания новых предприятий с целью упорядочения регистрационных формальностей, а также снижения барьеров создания фирмы на китайском рынке. Ожидается, что таким образом он будет стимулировать большее количество предпринимателей к открытию собственного бизнеса, способствуя тем самым росту частного экономического сектора. Тем не менее, Закон «О компаниях» 2013 года еще не решил фундаментальную агентскую проблему, с которой сталкиваются китайские публичные компании, а именно индифферентность к интересам миноритарных акционеров контролирующими акционерами. Контроль над поставщиками и покупателями означает возможность извлечения крупных частных выгод. Институциональным акционерам приходится преодолевать множество юридических барьеров, которые препятствуют их возможности участвовать в управлении своими портфельными компаниями в КНР.

В составе корпоративного управления в КНР помимо прочего еще выделяют наблюдательный совет. Члены наблюдательного совета выделяются из состава акционеров компании и выполняют следующие функции:

1. Наблюдение за действиями менеджмента и недопущение их негативного влияния на компанию
2. Мониторинг эффективности компании
3. Созыв внеплановых собраний совета акционеров
4. Выполнение требований Меморандума об ассоциациях  
   (Китайский кодекс КУ, CSRC, 2001a)

Наблюдательный совет был впервые упомянут в Законе «О компаниях» 1994 года. По данным Шапиро и др. (2015)[[7]](#footnote-7), среди частных и производственных фирм в провинции Чжэцзян в Китае 72% фирм имели наблюдательный совет, а средний размер совета составлял 4 члена. В отличие от немецкой модели, которая требует равного числа представителей акционеров и работников в НС, Закон «О компаниях» в КНР не определяет пропорцию представителей акционеров и представителей работников в НС, за исключением требования о том, что не менее трети должны составлять представители работников, причем конкретная доля оговаривается в уставах компаний. Представители работников избираются сотрудниками корпорации на отдельных выборах. Для обеспечения беспристрастности НС закон требует, чтобы директора, руководители и финансовые работники не могли одновременно выполнять функции надзорных органов. Это требование служит признанием номинального первичного статуса рабочего класса в политической идеологии Китая. Таким образом, наблюдательный совет способен обеспечить компанию дополнительными ресурсами за счет назначения аутсайдеров, а также обеспечить вклад важных заинтересованных сторон, в частности сотрудников.

Относительно невысокая эффективность китайской двухуровневой системы советов была проиллюстрирована Трикером (2012)[[8]](#footnote-8), который отметил, что наблюдательные советы в Китае часто являются скорее декоративными, чем функциональными, что оставляет возможности для повышения их эффективности. Членам наблюдательных советов не хватает независимости. Их позиции в компаниях и вознаграждения зависят от властных инсайдеров. Кроме того, наблюдательные советы часто не в состоянии контролировать директоров и менеджеров, поскольку у их членов меньше профессионального опыта и образования, а также знаний по управлению бизнесом для выполнения своих функций. Согласно Кодексу КУ, наблюдатели должны обладать профессиональными знаниями и опытом работы в области бухгалтерского учета и права. По крайней мере, на бумаге надзорные органы должны иметь значительное влияние на управление компанией.

## Советы директоров в КНР

В Китае публичные компании практикуют двухуровневую систему совета директоров, которая отличается от применяемой в РФ или США. Статья 47 Закона «О компаниях» в версии 2013 года[[9]](#footnote-9) четко определяет функции советов директоров. Эти функции включают:

1. Созыв собраний участников, а также подготовка отчетности собранию акционеров о своей работе.
2. Исполнение решения собрания акционеров.
3. Утверждение хозяйственных и инвестиционных планов.
4. Разработка ежегодного проекта финансового плана компании и проекта годового отчета о его выполнении.
5. Разработка предложений по распределению прибыли компании, а также по покрытию убытков.
6. Разработка предложений по увеличению либо уменьшению уставного капитала компании, а также проектов выпуска долговых бумаг.
7. Разработка предложений о слиянии, разделении компании, изменении ее организационно-правовой формы, о ее прекращении.
8. Назначение и освобождении от должности генерального директора компании, по предложению генерального директора компании назначение и освобождение от должности заместителя генерального директора.
9. Установление основного порядка управления операционной деятельностью компании.
10. Принятие решений по иным вопросам, отнесенным уставом компании к его компетенции.

Члены совета директоров подписывают контракты на три года, которые могут быть продлены после истечения срока действия первоначального контракта. Акционеры должны одобрить назначение членов СД. Кроме того, совет директоров не имеет полномочий по надзору и контролю за работой отдельных директоров (партийных секретарей).

Корпоративные советы, в том числе и СД в Китае находятся в руках крупных государственных акционеров. Миноритарные акционеры могут голосовать по основным решениям, но решающими будут голоса доминирующих государственных инвесторов [Дян, Ким, 2015][[10]](#footnote-10). Поэтому, несмотря на то что акционеры выдвигают и избирают совет директоров, они не представляют интересы миноритариев. Фактически, они действуют только в интересах крупных акционеров, а большинство доминирующих акционеров связаны с государством, правительство имеет возможность влиять на назначение директоров и топ-менеджмента и влиять на принятие решений (Закон «О компаниях», 2013).

В некоторых случаях члены высшего руководства и директора могут быть политическими назначенцами, которые имеют ограниченное представление о бизнесе и слабо ориентируются в понятиях финансовой прозрачности и рационального корпоративного управления. Ответственность и обязанности директоров довольно четко прописаны в Законе «О компаниях» 2013 года и в Кодексе корпоративного управления. Однако, поскольку правоприменительная практика слаба, директоры могут не в полной мере осознавать свои фидуциарные обязанности перед акционерами. На практике внутреннее управление компаний может быть не таким сильным, и это может повлиять на качество стратегического планирования компании и принятия инвестиционных решений.

В августе 2001 года Комиссия КНР по ценным бумагам, уполномоченная Государственным советом, обнародовала "Руководство по введению независимых директоров в совет директоров публичных компаний". Основной целью данного предложения является стимулирование публичных компаний к созданию и развитию современной системы предприятий, регулирование деловых операций компаний и содействие здоровому развитию рынка ценных бумаг в Китае.

Независимые директора играют две важные роли в компании. Во-первых, благодаря своей независимости они должны занимать место в совете директоров, чтобы следить за эффективностью работы руководителей и контролировать конфликты интересов между контролирующими акционерами и миноритарными акционерами. Во-вторых, они обеспечивают доступ к внешним ресурсам. В целом, различные типы независимых директоров, такие как банкиры, венчурные капиталисты, профессиональные эксперты в соответствующих областях и политически связанные назначенцы, могут принести фирме различные активы.

В разделе I "Руководства по введению независимых директоров в совет директоров публичных компаний" независимые директора определяются как "директор, который не занимает в компании никакой другой должности, кроме должности директора, и не имеет никаких других отношений с компанией, в которой он работает, или ее основными акционерами, которые могли бы помешать ему выносить независимые и объективные суждения". Другими словами, независимые директора должны быть независимы от своего работодателя и основных акционеров компании, а также не занимать в компании никакой другой должности, кроме должности независимого директора. Руководство требует, чтобы год к году доля независимых директоров в публичных компаниях увеличивалась.

Система независимых директоров была разработана для уравновешивания власти в совете директоров и имеет решающее значение для обеспечения сдерживания влияния крупных акционеров на компанию при одновременной защите интересов миноритарных инвесторов и других заинтересованных сторон. Согласно Руководству по введению независимых директоров в совет директоров компаний, независимый директор должен выражать независимое мнение по основным событиям и иметь некоторые особые полномочия, помимо предусмотренных Законом «О компаниях» и другими соответствующими законами и правилами. Например, они имеют право созывать внеочередные собрания акционеров и заседания совета директоров для одобрения всех крупных сделок со связанными сторонами и имеют право самостоятельно назначать внешних аудиторов или консалтинговые организации. Кроме того, в Руководстве указано, что независимые директора должны добросовестно выполнять свои обязанности и обязательства в соответствии с нормативными актами, законами и уставом компании, защищать общие интересы компании и особенно заботиться о защите интересов миноритарных акционеров.

По состоянию на сентябрь 2013 года в компаниях, зарегистрированных на Шанхайской и Шэньчжэньской фондовых биржах, насчитывалось 5760 независимых директоров. 45% из них ранее были государственными служащими, более 1,16% занимали должности министров (Ву, 2014)[[11]](#footnote-11). Это явление отражает общую проблему китайской системы независимых директоров, которая заключается в том, что публичные компании хотят использовать социальные ресурсы и связи отставных политиков и придают большое значение их связям с правительством, а не их профессиональной квалификации и способностям к надзору.

# ОБЗОР ИССЛЕДОВАНИЙ ПО ВЗАИМОСВЯЗИ СОВЕТОВ ДИРЕКТОРОВ И РЕЗУЛЬТАТИВНОСТИ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ КОМПАНИИ И ГИПОТЕЗЫ ЭМПИРИЧЕСКОГО ИССЛЕДОВАНИЯ

## Исследования, посвященные Совету директоров и эффективности компании

Состав совета директоров и его влияние на эффективность компании является широко обсуждаемой областью исследований. Эмпирические исследования КУ в основном основаны на теории«агент-принципал», выдвинутой Майклом Дженсеном и Уильямом Меклингом в 1976 году. Как упоминалось выше, корпоративное управление в конкретной компании может быть описано характеристиками структуры совета директоров, включая размер совета, долю независимых директоров, долю представителей партийных секретарей. Что касается измерения эффективности деятельности компании, то основными показателями являются ROA, ROE, Q Тобина и EBITDA. ROA является показателем того, насколько эффективно компания использует собственные активы, в то время как Q Тобинаотражает ожидания рынка относительно будущей прибыльности. ROE показывает эффективность управления капиталом акционеров. В данном исследовании мы намеренно откажемся от рыночных показателей, поскольку в поле рассмотрения данных попадает 2020 и 2021 год, когда бушевала пандемия, и как следствие паника на рынках, что может существенно сказаться на результатах исследования. Стоит также заметить, что в исследовании Березинец, Ильиной и Черкасской отмечается, что результат исследования существенно зависит от выбора того или иного показателя, бухгалтерского или рыночного. Данный вопрос все еще вызывает дискуссии у исследователей.

Исследование Пирса и Захры в 1992 году[[12]](#footnote-12) утверждает, что высокая доля независимых директоров позволяет получать более высокую прибыль и более эффективно использовать активы в интересах акционеров. Например, в выборке из 119 американских промышленных компаний из списка Fortune 500 с 1983 по 1989 год, исследователи обнаружили, что доля независимых директоров в совете директоров оказывает статистически значимое и положительное влияние на операционные результаты, конкретно на ROA, ROE. Они предположили, что присутствие независимых директоров в совете директоров улучшит процесс принятия решений благодаря их независимому суждению. Аналогично, на выборке из 347 корейских фирм, зарегистрированных на бирже в 1999 году, Чо и Ким в 2007 году[[13]](#footnote-13) показали, что независимые директора оказывают слабое положительное влияние на результаты деятельности компании, конкретно ROA. Эти результаты подтверждают теорию «агент-принципал», согласно которой советы директоров, в которых преобладают независимые директора, обеспечивают более высокие показатели деятельности компании, а также гарантируют подотчетность исполнительных директоров. Однако в противоположность этим исследованиям Дэйли и Далтон в 1992 году[[14]](#footnote-14) на выборке из 100 американских публичных компаний не обнаружили статистически значимой связи между долей независимых директоров в СД и ROA, ROE. Это позволяет судить о том, что вопрос еще не до конца изучен и требуются дальнейшие исследования. Ермак в 1996 году[[15]](#footnote-15) исследовал зависимость между размером СД и его влиянием на эффективность компании. На выборке из 452 крупнейших американских компаний он показал, что оптимальных размер СД находится в промежутке между 8–9 членами, однако дальнейшее увеличение снижает эффективность компании. Аналогичные исследования, проведенные на выборках без привязки к странам, также показывают противоположную взаимосвязь между размером СД и эффективностью компании. Практика корпоративного управления отличается в разных странах. При анализе исследований российских компаний авторы отмечают нелинейную взаимосвязь между размером совета директоров и эффективностью компании [Березинец, Ильина, Черкасская, 2013]. Вероятно, что одним из главных показателей является размер совета директоров – какой размер оптимальный? Этот вопрос затрагивался во множестве исследований [Ермак, 1996; Ларму, Вафеас, 2008 ]. С точки зрения «агентской теории», совет директоров в том числе ответственен за недопущение конфликта интересов между собственниками и топ-менеджментом. Однако как на это может влиять размер совета директоров? С одной стороны, большее количество членов советов директоров может более тщательно анализировать потенциальные конфликты, но в то же время меньшие по численности советы директоров более гибкие и позволяют оперативнее реагировать на угрозы, снижая потери на коммуникацию и утверждение. С точки зрения «ресурсной теории» большее количество членов совета директоров может позитивно влиять на доступ к требуемым ресурсам, знаниям, компетенциям. Это может быть существенно для стран с большой долей компаний с государственным участием [Пфефер, Саланцик, 1978], например для таких как Российская Федерация или КНР. Другими словами, большее количество членов совета директоров снижает риск нехватки ценной информации и имеет более широкую экспертизу по требуемым областям знания. В то же время малый совет директоров более мобилен. Исследователи Липтон и Лорш считают, что оптимальный размер совета директоров – 8–9 человек. Важно отметить, что в Российской Федерации Закон «об Акционерных обществах» регламентирует только нижнюю границу размера совета директоров, граница устанавливается на основании численности акционеров общества. Однако рамки могут быть и более жесткими, ограничивая и верхнюю границу. Такая мера должна быть прописана в уставе Акционерного общества и не должна противоречить действующему законодательству.

В отличие от англосаксонских стран, где действует одноуровневая система управления, в Китае действует двухуровневая система управления с преобладанием инсайдеров и концентрированной собственностью. Данные исследований Мангена в 2012 году[[16]](#footnote-16) показали, что влияние совета директоров на результаты деятельности зависит от институциональной среды компании, которая формирует рамки и вектор для развития корпоративного управления. В Китае, в связи со сложной структурой собственности, корпоративное управление в публичных компаниях все еще находится на стадии активного развития. Создание эффективной системы корпоративного управления для китайских фирм является актуальной задачей в рамках усилий правительства по развитию финансовых рынков. Основная проблема реформы корпоративного управления заключается в том, что КНР начал свои усилия по реформированию до того, как были созданы элементы хорошо функционирующего финансового рынка. Существуют некоторые агентские проблемы, например конфликты между контролирующими акционерами и миноритарными акционерами являются результатом концентрации собственности, невысокой долей независимых членов совета директоров и наблюдательного совета.

Большинство исследований, точечно посвященные вопросу данной работы в контексте КНР датируются 70-ми годами прошлого столетия. Учитывая галопирующий рост экономики КНР, реформы корпоративного управления и изменение законодательства, с целью соответствия такому росту, изучение таких исследований и использование их как базы представляется ограниченно-рациональным. Поэтому в данном исследовании мы будем опираться на более современные работы, проведенные по иным странам.

Подводя итог по этим суждениям, можно сказать, что результаты этих исследований свидетельствуют о наличии взаимосвязи между структурой КУ и эффективностью деятельности компании. Однако результаты варьируются в зависимости от того, как исследователи измеряют показатели деятельности компании. Учитывая галопирующие темпа развития КУ в КНР, могут быть получены новые результаты, которые могут быть успешно применены на практике. Взаимосвязь между советом директоров и эффективностью компании в китайской институциональной среде изучена недостаточно.

## Гипотезы исследования

Исследование Пирса и Зара (1989)[[17]](#footnote-17) показало, что компании с большим составом совета директоров превосходят по эффективности компании с меньшим составом совета директоров. Утверждается, что компании с большим советом директоров часто считаются более способными контролировать действия менеджеров. Более того, большие советы директоров увеличивают разнообразие навыков, опыта, знаний и стилей управления, обеспечивая компании стратегиями, которые позволяют показывать отличные результаты в сложных внешних условиях, улучшая качество стратегических решений. С точки зрения доступа к управленческим ресурсов, очевидно, что большее количество членов совета директоров положительно влияет на эффективность. Однако как было описано выше существует и противоположное мнение на этот счет, подкрепленной исследованиями. В данном исследовании авторы проверят существенность позиции с точки зрения «агентской теории» и выдвигают следующую гипотезу:

***Гипотеза 1.*** *Существует обратная взаимосвязь между размером совета директоров и эффективностью деятельности компании.*

Как было описано выше, КПК для усиления присутствия и взаимодействия между государством и компанией имеет возможность посылать представителей в состав совета директоров. В свою очередь, акционеры компании также имеют право нанимать директоров в совет директоров с рынка, в частности отставных или действующих государственных служащих в качестве независимых директоров. Для компаний с государственным участием такое положение дел может стать существенным преимуществом, по сравнению с компаниями без государственного участия. Прежде всего компания способна к более устойчивому развитию и менее уязвима к внешним рискам, поскольку получает более приоритетный доступ к финансовым ресурсам и прочему. При сильном «обеспечении» такого рода может возникнуть вопрос стимулов менеджмента, способствуя оппортунистическому поведению, поэтому потребность в мониторинге советом директоров может быть еще более острая [Березинец, Ильина, Смирнов, 2016]. Таким образом возможно сформулировать следующую гипотезу:

***Гипотеза 2.*** *Существует положительная взаимосвязь между долей действующих партийных представителей в составе совета директоров и эффективностью деятельности компании.*

Как уже было сказано выше, согласно CSRC 2001b, доля Независимых членов совета директоров в публичных компаниях КНР не должно быть ниже одной трети от общего числа членов Совета директов. Исследования подтверждают позитивное влияние увеличения доли Независимых директоров на эффективность компании, однако по данным [Ву, 2014][[18]](#footnote-18) в 2013 году более 60% Независимых директоров в составе Совета директоров в КНР были либо действующими, либо отставными служащими КПК. Такая высокая пропорция может быть объяснена тем, что компании стремятся использовать партийные связи и ресурсы отставных политиков, но не обращают внимание на их фактическую способность выносить обоснованное, независимое мнение по вопросам управления в компании. Также исследования показывают, что по данным Шанхайской фондовой газеты 54,5% независимых директоров китайских компаний ни разу не принимали участия в заседаниях совета директоров, а 35% от участвующих в заседаниях ни разу не высказывали критику в отношении деятельности крупных акционеров. Такая статистика наводит на вопрос об эффективности созданного института независимых директоров в китайских компаниях. Однако, если следовать отчетам компаний, который представлены в этом исследовании независимые директора пропускали заседания акционеров в единичных случаях. Поэтому следующая гипотеза звучит так:

***Гипотеза 3.*** *Существует положительная взаимосвязь между долей независимых директоров в составе совета директоров и эффективностью деятельности компании.*

Средняя длительность пребывания директора в составе совета директоров не всегда напрямую связана с эффективностью компании. Однако некоторые исследования показывают, что длительное участие директоров в совете может иметь положительное влияние на результаты компании. Это объясняется тем, что члены совета директоров, заседающие дольше чем остальные, обычно обладают более глубокими знаниями о бизнесе компании, ее целях и стратегии. Они также могут иметь установленные связи и отношения с ключевыми заинтересованными сторонами, что является особенной привилегией для компаний с государственным участием. Исследователи Александр Вагнер и Ханс Хакими в 2017 году обнаружили прямую положительную взаимосвязь между средней длительностью пребывания в составе совета директоров и эффективностью компании. К такому же выводу пришли исследователи по Австралийским компаниям [Ванг, Макдональд, 2016]. Также есть свидетельство по крупнейшим мировым компаниям, входящим в индекс Fortune 500, где также приходят к аналогичному выводу [Кларк, Стантон, 2014]. Интересное исследование по теме было проведено в 2016 году исследователями Хуном Жаном, Юйюань Ли и Леем Пэньем на выборке из крупнейших публичных компаний КНР по капитализации, где не было выявлено статистически значимой взаимосвязи между средней длительностью пребывания директора в составе совета директоров и эффективностью компании. На основании данной информации логично выдвинуть следующую гипотезу

***Гипотеза 4.*** *Существует положительная взаимосвязь между средней длительностью пребывания директора в составе совета директоров и эффективностью деятельности компании.*

**Таблица 1.** Гипотезы исследования

|  |  |
| --- | --- |
| **Гипотеза** | **Ожидаемый результат** |
| ***Гипотеза 1.*** *Существует обратная взаимосвязь между размером совета директоров и эффективностью деятельности компании.* | Статистически значимая обратная взаимосвязь |
| ***Гипотеза 2.*** *Существует положительная взаимосвязь между долей действующих партийных представителей в составе совета директоров и эффективностью компании.* | Статистически значимая положительная взаимосвязь |
| ***Гипотеза 3.*** *Существует положительная взаимосвязь между долей независимых директоров в составе совета директоров и эффективностью компании.* | Статистически значимая положительная взаимосвязь |
| ***Гипотеза 4.*** *Существует положительная взаимосвязь между средней длительностью пребывания директора в составе совета директоров и эффективностью компании.* | Статистически значимая положительная взаимосвязь |

# ЭМПИРИЧЕСКОЕ ИССЛЕДОВАНИЕ ВЗАИМОСВЯЗИ МЕЖДУ СОСТАВОМ СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ И ЭФФФЕКТИВНОСТЬЮ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ КОМПАНИИ

## Формирование выборки данных

Для исследования были выбраны компании КНР, зарегистрированные на Шанхайской фондовой бирже, главной фондовой бирже КНР под управлением Комиссии по ценным бумагам КНР. Рассматривались 100 компаний с крупнейшей капитализацией по состоянию на 12 февраля 2023 года. В выборку не были включены компании банковского и финансового сектора, ввиду их отличия от промышленных компаний и специфической отчетности. Также компании обязательно должны иметь публичную информацию по корпоративному управлению и отчетность по МСФО. Для формирования панельных данных был взят период 2019–2021. В финальную выборку попали представители 30 отраслей, распределение представлено ниже:

**Рисунок 2.** Распределение компаний в выборке по отраслям

## Методология исследования

Исследование базируется на трех многофакторных регрессионных уравнениях с различными показателями бухгалтерской эффективности компании в качестве зависимой переменной. **Уравнение 1** с зависимой переменной ROAit имеет вид:

***i = 1, …, N, t = 2019, …, 2021***

В данном уравнении выступает в качестве зависимой переменной и является рентабельностью активов компании I в момент времени t. Вектор состоит из переменных описывающих совет директоров компании i в момент времени t с точки зрения размера, количества иностранцев в совете директоров компании i в момент времени t, среднего возраста членов совета директоров компании i в момент времени t, доли независимых директоров в совете директоров компании i в момент времени t, среднего количества иных советов директоров в которых заседают члены совета директоров компании i в момент времени t, доли членов КПК в СД компании i в момент времени t, среднего срока нахождения в должности в СД компании i в момент времени t, а также контрольных переменных, исключив одну из них. Коэффициенты являются неизвестными скалярными величинами при компонентах регрессионного многофакторного уравнения. – случайная величина, характеризующая ошибку аппроксимации.

**Уравнение 2** с зависимой переменной ROEit имеет вид:

***i = 1, …, N, t = 2019, …, 2021***

В данном уравнении выступает в качестве зависимой переменной и является рентабельностью собственного капитала компании i в момент времени t. Вектор состоит из переменных описывающих совет директоров компании i в момент времени t с точки зрения размера, количества иностранцев в совете директоров компании i в момент времени t, среднего возраста членов совета директоров компании i в момент времени t, доли независимых директоров в совете директоров компании i в момент времени t, среднего количества иных советов директоров в которых заседают члены совета директоров компании i в момент времени t, доли членов КПК в СД компании i в момент времени t, среднего срока нахождения в должности в СД компании i в момент времени t. Также присутствует вектор контрольных переменных . Коэффициенты являются неизвестными скалярными величинами при компонентах регрессионного многофакторного уравнения.– случайная величина, характеризующая ошибку аппроксимации.

**Уравнение 3** с зависимой переменной EBITDA\_MARGINit имеет вид:

***i = 1, …, N, t = 2019, …, 2021***

В данном уравнении выступает в качестве зависимой переменной и является рентабельностью EBITDA компании i в момент времени t. Вектор состоит из переменных описывающих совет директоров компании i в момент времени t с точки зрения размера, количества иностранцев в совете директоров компании i в момент времени t, среднего возраста членов совета директоров компании i в момент времени t, доли независимых директоров в совете директоров компании i в момент времени t, среднего количества иных советов директоров в которых заседают члены совета директоров компании i в момент времени t, доли членов КПК в СД компании i в момент времени t, среднего срока нахождения в должности в СД компании i в момент времени t. Также присутствует вектор контрольных переменных . Коэффициенты являются неизвестными скалярными величинами при компонентах регрессионного многофакторного уравнения.– случайная величина, характеризующая ошибку аппроксимации.

## Описание переменных

**Таблица 2.** Описание переменных

|  |  |
| --- | --- |
| **Название переменной, обозначение** | **Описание переменной** |
| EBITDA\_MARGINit | Рентабельность по EBITDA – перемененная, характеризующая эффективность компании, рассчитанная как:  Где TRit – выручка компании i в момент t |
| ROEit | Рентабельность собственного капитала - перемененная, характеризующая эффективность компании, рассчитанная как:  Где NPit – Чистая прибыль компании I в момент t, Eit – Собственный капитал компании i в момент времени t. |
| ROAit | Рентабельность активов, - перемененная, характеризующая эффективность компании, рассчитанная как:  Где NPit – Чистая прибыль компании i в момент t, TAit – Активы компании i в момент времени t. |
| **Независимые переменные** | |
| **Переменные, входящие в вектор BD\_STRUCTUREit** | |
| NO\_BOARDit | Переменная, описывающая количество членов в совете директоров компании i в момент времени t |
| FOREIGNERSit | Количество иностранных членов СД компании i в момент времени t. Иностранный член СД – директор, зарубежный управленческий опыт которого по длительности превышает опыт, приобретенный в КНР. |
| MEDIAN\_AGEit | Средний возраст членов СД компании i в момент времени t. Рассчитан по формуле среднего для каждой компании в период t. |
| INDEPENDENTS\_RATIOit | Доля Независимых директоров в СД компании i в момент времени t. Рассчитана как отношения количества независимых директоров в совете к общему числу директоров в совете директоров. |
| OTHER\_BOARDS\_MEANit | Среднее количество иных СД, в которых заседают члены СД компании i в момент времени t. Рассчитано по формуле среднего для каждой компании в период t. |
| STATE\_REPR\_RATIOit | Доля членов КПК в СД компании i в момент времени t. Член КПК – человек, занимающий должность партийного секретаря в компании или находящийся на государственной службе. Рассчитано как отношение количества государственных служащих к общему количеству директоров в СД. |
| TENURE\_MEDIANit | Средний срок нахождения в должности в СД компании i в момент времени t. Рассчитан по формуле среднего для каждой компании в период t. |
| **Контрольные переменные** | |
| **Переменные, входящие в вектор CONTROLit** | |
| REVENUEit | Натуральный логарифм выручки компании i в момент времени t. |
| COMPANY\_AGEit | Возраст компании компании i в момент времени t. |
| DEit | Леверидж компании компании i в момент времени t. Рассчитывается как отношение долга компании к величине собственного капитала. |

## Описательная статистика переменных

**Таблица 3.** Описательная статистика переменных

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Переменная** | **Количество наблюдений** | **Выборочное среднее** | **СКО** | **MIN** | **MAX** |
| *EBITDA\_MARGIN* | 300 | 0.245 | 0.185 | -0.10 | 0.793 |
| *ROE* | 300 | 0.135 | 0.115 | -0.239 | 0.425 |
| *ROA* | 300 | 0.075 | 0.072 | -0.145 | 0.280 |
| *NO\_BOARD* | 300 | 13.880 | 4.500 | 6.00 | 25.000 |
| *FOREIGNERS* | 300 | 0.310 | 0.846 | 0.00 | 5.000 |
| *INDEPENDANTS\_RATIO* | 300 | 0.332 | 0.103 | 0.0833 | 0.666 |
| *OTHER\_BOARDS\_MEAN* | 300 | 2.621 | 0.018 | 2.565 | 2.662 |
| *STATE\_REPR\_RATIO* | 300 | 0.208 | 0.227 | 0.00 | 0.950 |
| *TENURE\_MEDIAN* | 300 | 4.007 | 1.819 | 0.90 | 8.200 |
| *LOG(REVENUE)* | 300 | 24.314 | 2.139 | 18.943 | 28.953 |
| *COMPANY\_AGE* | 300 | 30.870 | 21.149 | 5.00 | 119.000 |
| *DE* | 300 | 0.493 | 0.577 | 0.00 | 2.800 |

Как видно из таблицы, за рассматриваемый период 2019–2021 в среднем Совет директоров рассматриваемых компаний состоял из 13–14 директоров. Иностранные представители, несмотря на политику открытости и процветания, все еще редкость в СД.

Согласно Директиве по введению Независимых директоров в состав СД, доля НД не должна быть меньше 10% от общего числа членов СД, в среднем мы видим, что это требование выполняется. Однако присутствуют и отклонения – минимальная доля в выборке 8,33%.

Что касается представителей КПК в компаниях, то стоит отметить, что абсолютно в каждой из рассматриваемых 100 крупнейших публичных компаний присутствует такая роль. Минимально 10% от числа членов СД являются партийными представителями, в среднем это доля составляет 30%.

Средний возраст компаний в выборке составил 30,9 лет. Исходя из институционального контекста данные компании попали под активную фазу становления и последующего преобразования корпоративного управления в КНР.

Обратим внимание на график среднего по зависимым переменных ROA, ROE, EBITDA\_ margin. Из графика видно, что среднее по компаниям выборки относительно стабильно, исключая 2020 год.

**Рисунок 3.** Динамика среднего зависимых переменных, 2019-2021гг.

## Регрессионный анализ

Следующим шагом после сбора и анализа выборки по интересующим нас компаниям стало построение регрессионных моделей с помощью среды R Studio. Однако прежде была построена корреляционная матрица для отслеживания корреляции переменных и недопущения возможной мультиколлинеарности независимых переменных. **Таблица 4** представлена ниже:

**Таблица 4.** Корреляционная матрица

*A picture containing text, screenshot, font, document

Description automatically generated*

Как видно из таблицы, ожидаемо, что между ROE и ROA присутствует сильная корреляция, однако это не является проблемой, поскольку эти переменные рассматриваются в разных моделях. Также стоит отметить коэффициент корреляции между ROA и DE (Debt-to-Equity), что исключает их совместное участие в одной модели.

Далее становится возможной оценка регрессионных моделей с различными зависимыми переменными. Каждая из моделей была подвергнута тестам Вальда, Бройша-Пагана и Хаусмана, которые позволяют выбрать наиболее удачную модель. Таким образом, для моделей с зависимыми переменными ROA, ROE, EBITDA\_margin была отобрана модель с фиксированными эффектами. Результаты моделирования представлены в **Таблице 5, Таблице 6, Таблице 7** ниже:

**Таблица 5.** Результат регрессионного анализа с зависимой переменной "ROA"

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Переменная** | **ROAit** | | | | |
| **1** | **2** | **3** | **4** | **5** |
| *NO\_BOARD****it*** |  | -0.0006 |  |  |  |
| *STATE\_REPR\_RATIO****it*** |  |  | 0.0881\*\* |  |  |
| *INDEPENDANTS\_RATIO****it*** |  |  |  | -0.0274 |  |
| *TENURE\_MEDIAN****it*** |  |  |  |  | -0.0130 |
| *REVENUE****it*** | -0.0090 \*\*\* | 0.0400 \*\*\* | 0.0414 \*\*\* | 0.0398 \*\*\* | 0.0400 \*\*\* |
| *COMPANY\_AGE****it*** | -0.0001 \* | -0.0054\*\*\* | -0.0054\* | -0.0055\* | -0.0059 \* |
| *(Intercept)* | 0.2986 \*\*\* | 0.2486 \*\*\* | 0.2586 \*\*\* | 0.2946 \*\*\* | 0.2936 \*\*\* |
| *R^2* | 0.1742 | 0.1308 | 0.1382 | 0.1312 | 0.1333 |
| *p-value* | 5.293e-15 | 5.8861e-09 | 3.456e-09 | 3.4723e-09 | 5.906e-09 |
| *Num. obs.* | 300 | 300 | 300 | 300 | 300 |

В таблицах величины в скобках представляют собой значения стандартных ошибок. Символы \*, \*\*, \*\*\* обозначают значимость коэффициентов на уровнях 10%, 5%, 1% соответственно.

**Таблица 6.** Результат регрессионного анализа с зависимой переменной "ROE"

| **Переменная** | **ROEit** | | | | |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **1** | **2** | **3** | **4** | **5** |
| *NO\_BOARD****it*** |  | -0.0019\* |  |  |  |
| *STATE\_REPR\_RATIO****it*** |  |  | 0.1778\*\* |  |  |
| *INDEPENDANTS\_RATIO****it*** |  |  |  | -0.0285 |  |
| *TENURE\_MEDIAN****it*** |  |  |  |  | -0.0181\* |
| *REVENUE****it*** | 0.0007 | 0.0590 \*\*\* | 0.0614 \*\*\* | 0.0579 \*\*\* | 0.0584 \*\*\* |
| *COMPANY\_AGE****it*** | -0.0003\* | -0.0103 \* | -0.0103 \* | -0.0105 \* | -0.0110 \* |
| *DE****it*** | -0.0643 \*\*\* | -0.0334\*\*\* | -0.0311\*\* | -0.0356\*\* | -0.0306\*\* |
| *(Intercept)* | 0.1578 \*\* | 0.1498 \* | 0.1543 \* | 0.1235 \* | 0.1486 \* |
| *R^2* | 0.1409 | 0.1265 | 0.1369 | 0.1244 | 0.1262 |
| *p-value* | 6.529e-07 | 2.3554e-05 | 7.81e-06 | 2.9257e-05 | 2.4187e-05 |
| *Num. obs.* | 300 | 300 | 300 | 300 | 300 |

В таблицах величины в скобках представляют собой значения стандартных ошибок. Символы \*, \*\*, \*\*\* обозначают значимость коэффициентов на уровнях 10%, 5%, 1% соответственно.

**Таблица 7.** Результат регрессионного анализа с зависимой переменной "EBITDA\_MARGIN"

| **Переменная** | **EBITDA\_MARGINit** | | | | |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **1** | **2** | **3** | **4** | **5** |
| *NO\_BOARD****it*** |  | -0.0014\*\* |  |  |  |
| *STATE\_REPR\_RATIO****it*** |  |  | 0.2493 |  |  |
| *INDEPENDANTS\_RATIO****it*** |  |  |  | -0.1033 |  |
| *TENURE\_MEDIAN****it*** |  |  |  |  | -0.0426\* |
| *REVENUE****it*** | -0.0219 \*\*\* | -0.0269\*\*\* | -0.0226\*\*\* | -0.0272\*\*\* | -0.0295\*\*\* |
| *COMPANY\_AGE****it*** | -0.0012 \* | -0.0027\* | -0.0026\* | -0.0032\* | -0.0014\* |
| *DE****it*** | 0.0007\*\*\* | -0.1212 \*\*\* | -0.1171 \*\*\* | -0.1257 \*\*\* | -0.1316 \*\*\* |
| *(intercept)* | 0.8164 \*\*\* | 0.7065 \*\*\* | 0.7967 \*\*\* | 0.8094 \*\*\* | 0.8163 \*\*\* |
| *R^2* | 0.0877 | 0.0738 | 0.0873 | 0.0762 | 0.0800 |
| *p-value* | 5.332e-06 | 0.0044881 | 0.001243 | 0.0035693 | 0.0024874 |
| *num. obs.* | 300 | 300 | 300 | 300 | 300 |

В таблицах величины в скобках представляют собой значения стандартных ошибок. Символы \*, \*\*, \*\*\* обозначают значимость коэффициентов на уровнях 10%, 5%, 1% соответственно.

## Основные результаты и выводы исследования

Данная работа имеет цель, заключающуюся в выявлении взаимосвязи между структурой совета директоров и показателями эффективности деятельности компаний. На основании проведенного регрессионного анализа и построенных моделей можно сделать ряд выводов о интересующем нас вопросе. Прежде всего отметим, что модели получились значимыми для всех трех зависимых переменных, что говорит нам о наличии общей связи между характеристиками совета директоров и эффективностью компании. В каждой из трех таблиц базовая модель является значимой. В таблице 5 из характеристик, отражающих состав совета директоров, значимой оказалась переменная *STATE\_REPR\_RATIO****it*,** характеризующая долю государственных служащих/представителей КПК в составе совета директоров компании. Оценка оказалась статистически значимой, положительной, а значит этот показатель имеет прямую связь с эффективность компании подтверждая Гипотезу 2, а значит большая доля государственных служащих в совете директоров позитивно сказывается на эффективности компании . Тем не менее, для остальных переменных не было получено статистически значимого результата, а значит, основываясь только на таблице 5 мы не можем подтвердить или опровергнуть остальные гипотезы.

В таблице 6 из характеристик, отражающих состав совета директоров, значимыми оказались переменные *NO\_BOARD****it***,характеризующая количество директоров в совете директоров, *STATE\_REPR\_RATIO****it*,** характеризующая долю государственных служащих/представителей КПК в составе совета директоров компании и *TENURE\_MEDIAN****it***, характеризующая средний срок контракта директора в совете директоров. Оценка для переменной *NO\_BOARD****it***, получилась значимой, обратной, что говорит нам о наличии статистически значимой обратной связи между количеством директоров в совете директоров и эффективностью компании, а значит увеличение количества членов совета директоров может негативно сказаться на эффективности компании, подтверждая гипотезу 1. Оценка для переменной *STATE\_REPR\_RATIO****it*** получилась значимой, положительной, и как было уже сказано ранее, еще раз подтверждает наличие статистически значимой положительной связи между долей участия государственных служащих в совете директоров и эффективностью компании, подтверждая гипотезу 2. Оценка для переменной *TENURE\_MEDIAN****it***, получилась значимой, отрицательной, что говорит нам о наличии статистически значимой обратной связи между длительностью контракта директора, заседающего в совете директоров и эффективностью компании, отвергая гипотезу 4.

В таблице 7 из характеристик, отражающих состав совета директоров, значимыми оказались переменные *NO\_BOARD****it***, характеризующая количество директоров в совете директоров и *TENURE\_MEDIAN****it***, характеризующая средний срок контракта директора в совете директоров. Оценка для переменной *NO\_BOARD****it***, получилась также значимой, обратной, что говорит нам о наличии статистически значимой обратной связи между количеством директоров в совете директоров и эффективностью компании, а значит увеличение количества членов совета директоров может негативно сказаться на эффективности компании, еще раз подтверждая гипотезу 1. Оценка для переменной *TENURE\_MEDIAN****it***, также получилась значимой, отрицательной, что говорит нам о наличии статистически значимой обратной связи между длительностью контракта директора, заседающего в совете директоров и эффективностью компании, еще раз отвергая гипотезу 4.

Стоит отметить, что во всех трех моделях незначимой оказалась переменная *INDEPENDANTS\_RATIO****it***, характеризующая долю иностранцев в составе совета директоров. При данном сценарии, на данный момент мы не может ни отвергнуть не принять гипотезу 3.

Таким образом, можно подвести сводную таблицу с результатами тестирования гипотез:

**Таблица 8.** Результат тестирования гипотез

|  |  |
| --- | --- |
| **Гипотеза** | **Результат тестирования** |
| ***Гипотеза 1.*** *Существует обратная взаимосвязь между размером совета директоров и эффективностью деятельности компании.* | Принята |
| ***Гипотеза 2.*** *Существует положительная взаимосвязь между долей действующих партийных представителей в составе совета директоров и эффективностью компании.* | Принята |
| ***Гипотеза 3.*** *Существует положительная взаимосвязь между долей независимых директоров в составе совета директоров и эффективностью компании.* | Не принята, не отвергнута |
| ***Гипотеза 4.*** *Существует положительная взаимосвязь между средней длительностью пребывания директора в составе совета директоров и эффективностью компании.* | Отвергнута |

В данном исследовании, направленном на проверку взаимосвязи характеристик состава совета директоров и эффективностью компании были подтверждены и отвергнуты ряд гипотез. В частности, гипотеза 1 о существовании обратной взаимосвязи между размеров совета директоров и эффективностью компании подтвердилась. К такому же мнению пришли ряд исследователей [Хермалин, Вайсбах, 1991; Йермак, 1996; Далтон и др., 1999]. Учитывая текущую турбулентность на рынках по всему миру, роль Китая и его компаний в мировой торговле, советы директоров, те, что работают в пользу компании и действительно эффективны, имеют оптимальное количество директоров в составе совета директоров и не повышают его, тем самым избегая бюрократии, инертности, затруднения принятия решений и проблемы «безбилетника».

Гипотеза 2 была принята. Это можно назвать ожидаемым результатом, учитывая специфику корпоративного управления в КНР, где рыночная экономика и рыночные принципы остального мира не являются настолько же «свободными» от государственного управления. Как уже была сказано выше, корпоративный Китай зиждется на принципах и правилах, отправленных от политического руководства страны и не претерпевает частых изменений. В таких условиях плотной конкуренции локальных производителей и превосходства политической системы представляется рациональным иметь в составе совета директоров лиц, которые плотно связаны или были связаны с политической жизнью страны, обладают ресурсами, экспертизой и связями, недоступными другим участникам рынка. Данную гипотезу подтверждают также [Фисман, 2001; Динг и др.,2001; Агравал, Кнобер, 2001].

Нельзя быть категоричным в отношении гипотезы 3, поскольку в нашем исследовании мы не можем ни принять, ни отвергнуть ее. Как уже было сказано выше, эффективность инициативы КПК по внедрению независимых директоров в состав совета директоров остается под вопросом, что подтверждается статистикой Шанхайской фондовой газетой. Фактическое безучастие в собраниях или невозможность высказывать профессиональное суждение по вопросам, относящимся к зоне ответственности совета директоров или неправильное построение финансового вознаграждения независимых директоров не позволяют данному институту работать, как требуется. Соответственно на данный момент доля независимых директоров не оказывает влияния на эффективность компании.

Более длительный контракт директора в составе совета директоров может потенциально оказывать негативное влияние на эффективность компании по нескольким причинам:

1. Более длительный контракт может привести к снижению чувства ответственности и мотивации. Директор может стать менее заинтересованным в достижении результатов и обеспечении успеха компании, зная, что его позиция в совете директоров защищена на длительный срок.
2. Быстро меняющаяся деловая среда требует от директоров быть гибкими и адаптироваться к новым требованиям и технологиям. Долгий контракт может привести к устареванию навыков и знаний директора, что затрудняет его способность принимать эффективные решения и вносить вклад в развитие компании.
3. Директоры, работающие на протяжении долгого времени, могут развить инерцию и предпочтение сохранять существующие подходы, не оправдавшие ожидаемых результатов.

Таким образом, следуя результатам данного исследования, акционерам китайских публичных компаний следует обратить внимание на оптимизацию размера состава совета директоров, на установление прочных связей с государством через имплементацию бывших и/или нынешних государственных служащих, реализацию полноценного механизма независимых директоров, приобретая выгоды такого подхода, а также на срок контракта членов совета директоров.

# ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Цель настоящей работы заключалась в выявлении взаимосвязи между составом совета директоров и эффективностью компании. Для ее достижения был выдвинут ряд задач, которые были успешно выполнены и нашли отражение в главах данной работы.

В первой главе данного исследования описано понятие корпоративного управления, теория его становления и развития. Также в первой главе ведется рассмотрение проблематики корпоративного управления с точки зрения агентской теории и ресурсной теории и приводится анализ роли совета директоров, как одного из центральных механизмов корпоративного управления в компании. Подробно изучена институциональная среда КНР, история развития экономики, необходимость развития корпоративного управления и приведены нормативные документы, среди них «Закон о компаниях» в двух редакциях, Китайский кодекс КУ CSRC, Руководств по введению независимых директоров в совет директоров публичных компаний. Более того, приведены оценки исследователей и этапы изменения системы корпоративного управления в КНР.

Во второй главе приведен анализ исследований по аналогичной проблематике в различных странах. Приводятся выжимки из более ранних исследований. Рассмотрена более глубокая специфика, интересующего нас вопроса. Приводится описание потенциальных эффекторов, способных влиять на эффективность компании. Через анализ такого рода стало возможным формулирование гипотез данного исследования.

В третьей главе настоящего исследования описано формирование выборки данных и методология эмпирического исследования. Приведено описание переменных в исследовании, формулы их расчёта. Описан результат эмпирического исследования и результат тестирования гипотез. Сформулированы потенциальные рекомендации, касающиеся состава совета директоров и его влияния на эффективность компании.

Данное эмпирическое исследование было проведено с использование методологии регрессионного анализа моделей, в которые вошли показатели, характеризующие состав совета директоров, контрольные переменные и показатели ROA, ROE, Рентабельность по EBITDA в качестве эндогенных. В результате исследования были получены статистические значимые выводы. Прежде всего была установлена статистически значимая обратная взаимосвязь между размеров состава сета директоров и эффективностью компании. Была установлена статистически значимая прямая взаимосвязь между долей действующих партийных представителей и эффективностью компании.

Таким образом на основании тестирования гипотез была установлена статистически значимая взаимосвязь между составом совета директоров и эффективностью компании. К основным рекомендациям для китайских публичных компаний можно отнести более пристальное внимание и соблюдений текущих нормативных документов, регулирующих корпоративное управление в КНР, установление более прочных связей с государством и его политическими деятелями, оптимизация размера состава совета директоров. Китайским публичным компаниям стоит избегать длительных сроков заседания директоров в составе совета директоров, избегая ригидности, отсутствия притока требуемых компетенций и нарушая баланс бизнес-жизни компании.

# СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ

1. И. В. Березинец, Ю. Б. Ильина, А. Д. Черкасская, И. В. Структура Совета директоров и финансовая результативность российских открытых акционерных обществ / И. В. И. В. Березинец, Ю. Б. Ильина, А. Д. Черкасская, Ю. Б. Ильина, А. Д. Черкасская // Вестник Санкт-Петербургского университета. – 2013. – № 2. – С. 6-15.
2. Larmou, S. The relation between board size and firm performance in firms with a history of poor operating performance / S. Larmou, N. Vafeas // Journal of Management and Governance. – 2010. – № 14. – С. 61-85.
3. Бухвалов, А.В. Корпоративное управление: вводный курс / А.В. Бухвалов, М.В. Смирнов. – Санкт-Петербург : Высшая школа менеджмента, 2012. – 186 с.
4. Березинец, И.В. Советы директоров в российских АО с государственным участием / И.В. Березинец, Ю.Б. Ильина, М.В. Смирнов // ЭНСР . – Санкт-Петербург : ЭНСР, 2016. – С. 90-106.
5. Совет директоров и дивидендная политика в российских компаниях с прямым государственным участием / Т.Г. Амбарднишвили, И.В. Березинец, Ю.Б. Ильина, М.В., Смирнов // Joural of Corporate Finance Research. – 2017. – Т. 11, № 1. – С. 50-77.
6. Daily, C. The relationship between governance structure and corporate performance in entrepreneurial firms / C. Daily, D. Dalton // Journal of Business Venturing. – 1992. – Т. 7, № 5. – С. 375-386.
7. Pfeffer, J. and Salancik, G. (1978) The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective. Harper & Row, New York.
8. Peng, H. Corporate governance, technical efficiency, and financial performance: Evidence from Chinese listed tourism firms / H. Peng, J. Zhang, S. Zhong // Journal of Hospitality and Tourism Management. – 2021. – № 48. – С. 163-173.
9. The Effects of Corporate Governance and Ownership on the Innovation Performance of Chinese SMEs / D. Shapiro, Y. Tang, M. Wang, W. Zhang // Journal of Chinese Economic and Business Studies. – 2014. – № 43. – С. 1-44.
10. Schleifer, A. A Survey of Corporate Governance / A. Schleifer, R. Vishny // The Journal of finance. – 1997. – Т. 52, № 2. – С. 737-783.
11. Tricker, B. Corporate governance: principles, policies, practices / B. Tricker. – Oxford : Oxford university press, 2015. – 513 с.
12. Jiang, F. Corporate governance in China: A modern perspective / F. Jiang, K. Kim // Journal of Corporate Finance. – 2015. – № 32. – С. 190-216.
13. Cho, D. Outside Directors, Ownership Structure and Firm Profitability in Korea / D. Cho, Jootae J. Kim // Corporate governance. – 2007. – Т. 15, № 2. – С. 239-250.
14. Yermack, D. Higher market valuation of companies with a small board of directors / D. Yermack // Journal of Financial Economics. – 1996. – Т. 40, № 2. – С. 185-211.
15. Chen, Y. Business strategy, executive compensation and firm performance / Y. Chen, J. Jermias // Accounting&Finance. – 2014. – Т. 54, № 1. – С. 113-134.
16. Athambawa, A. Corporate Governance and Firm Performance: Evidence from Sri Lanka / A. Athambawa // Journal of Finance and Bank Management. – 2015. – Т. 3, № 1. – С. 180-189.
17. Wu,, Y. The Direction of Corporate Governance and Challenges--Lessons and Learning / Y. Wu,, C. Fu // Proceedings of the 2014 International Conference on Global Economy, Commerce and Service Science. – 2014. – Т. 1, № 1. – С. 1-10.
18. Atz, U., Van Holt, and Casey Clark. 2021. “ESG and Financial Performance: Uncovering the Relationship by Aggregating Evidence from 1,000 Plus Studies Published Between 2015 – 2020.” NYU Stern, Center for Sustainable Business.
19. CGI : сайт. – URL: https://www.cgi.org.uk/about-us/policy/what-is-corporate-governance (дата обращения: 10.04.2023)
20. Sohu : сайт. – URL: https://q.stock.sohu.com/newpdf/202248048780.pdf (дата обращения: 16.05.2023)
21. Petrochina : сайт. – URL: http://www.petrochina.com.cn/ptr/ndbg/202204/e459eded7f9246fe8009622174a765a5/files/47b58253c2504b4cb45f3c170394dfe7.pdf (дата обращения: 16.05.2023)
22. Chinalife-insurance : сайт. – URL: https://www.e-chinalife.com/tzzgx/investor-relations/company-reports/annual--interim-reports/ (дата обращения: 16.05.2023)
23. Sinopec : сайт. – URL: http://www.sinopec.com/listco/En/investor\_centre/reports/2020/ (дата обращения: 16.05.2023)
24. China Telecom : сайт. – URL: https://www.chinatelecom-h.com/en/ir/report/annual2020.pdf (дата обращения: 16.05.2023)
25. PingAn : сайт. – URL: https://group.pingan.com/resource/pingan/IR-Docs/2020/pingan-ar20-report.pdf (дата обращения: 16.05.2023)
26. Yanhtze Power : сайт. – URL: https://pdf.dfcfw.com/pdf/H2\_AN202204291562340167\_1.pdf (дата обращения: 16.05.2023)
27. Shenghua : сайт. – URL: http://www.csec.com/zgshwwEn/2020/202103/25573ea9e3b04844b11e6e091b0450c4/files/677ec5f8e39a4e8e80f3c244f3f8f2f8.pdf (дата обращения: 16.05.2023)
28. China International Travel Service : сайт. – URL: https://www1.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2021/0423/2021042301517.pdf (дата обращения: 16.05.2023)
29. Shanxi Xinghuacun Fen Wine Factory : сайт. – URL: https://simplywall.st/stocks/cn/food-beverage-tobacco/shse-600809/shanxi-xinghuacun-fen-wine-factoryltd-shares (дата обращения: 16.05.2023)
30. Foxconn Industrial Internet : сайт. – URL: https://www.honhai.com/en-us/investor-relations/financial-information/annual-reports (дата обращения: 16.05.2023)
31. Foshan Haitian Flavoring and Food : сайт. – URL: http://www.haitian-food.com/upfile/2020/03/20200326081321\_412.pdf (дата обращения: 16.05.2023)
32. Wanhua Chemical Group : сайт. – URL: https://en.whchem.com/column/97/ (дата обращения: 16.05.2023)
33. Jiangsu Hengrui Medicine : сайт. – URL: https://www.hengrui.com/en/investor.html (дата обращения: 16.05.2023)
34. Beijing-Shanghai High Speed Railway : сайт. – URL: https://www.ir-cloud.com/china/601390/financial/27/EN/2020 Annual Report\_RKG8uk5A5Bdt.pdf (дата обращения: 16.05.2023)
35. Zijin Mining Group : сайт. – URL: https://www.zijinmining.com/investor/year-report.jsp (дата обращения: 16.05.2023)
36. China State Engineering Corporation : сайт. – URL: https://english.cscec.com/tzgx/reports/ (дата обращения: 16.05.2023)
37. China State Ingeneering Corporation : сайт. – URL: https://static.wuxiapptec.com/d8/20210519/d854ef2453aeb8ff.pdf (дата обращения: 17.05.2023)
38. Shaanxi Coal Industry : сайт. – URL: https://en.chinacoalenergy.com/attach/0/ccea360353594dcab86e1eae8bd6f51c.pdf (дата обращения: 17.05.2023)
39. Inner Mongolia Yili Industrial Group : сайт. – URL: https://www.yili.com/uploads/2023-01-11/2e056733-6bc8-4ec0-8636-b9720e33be541673447769692.pdf (дата обращения: 17.05.2023)
40. Beijing Kingsoft Office Software : сайт. – URL: https://ir.kingsoft.com/financial-information/annual-reports/ (дата обращения: 17.05.2023)
41. China Pacific Insurance (Group) : сайт. – URL: https://www.cpic.com.cn/ir\_en/ (дата обращения: 17.05.2023)
42. Great Wall Motors : сайт. – URL: https://www.gwm-global.com/investor-relations/report-by-year/ (дата обращения: 17.05.2023)
43. Tongwei : сайт. – URL: https://q.stock.sohu.com/newpdf/202249569894.pdf (дата обращения: 17.05.2023)
44. China Unicom : сайт. – URL: https://www.chinaunicom.com.hk/en/ir/reports.php (дата обращения: 17.05.2023)
45. Zhangzhou Pientzehuang Pharmaceutical : сайт. – URL: https://www.torii.co.jp/en/ir/library/annual/ (дата обращения: 17.05.2023)
46. Poly Real Estate Group : сайт. – URL: http://www.polyhongkong.com/en/investor/financial.html (дата обращения: 17.05.2023)
47. SAIC Motor : сайт. – URL: https://www.saicmotor.com/english/images/investor\_relations/annual\_report/2021/8/6/C764301F93D64F7FA65D07F86FF15020.pdf (дата обращения: 17.05.2023)
48. NARI Technology : сайт. – URL: https://www.nari.gov.pg/wp-content/uploads/2022/08/NARI-Annual-Report-2020.pdf (дата обращения: 17.05.2023)
49. China Railway Group : сайт. – URL: https://www.ir-cloud.com/china/601390/financial/27/EN/2020 Annual Report\_RKG8uk5A5Bdt.pdf (дата обращения: 17.05.2023)
50. Haier Smart Home : сайт. – URL: https://smart-home.haier.com/en/gpxx/iv/P020210429639454409151.pdf (дата обращения: 17.05.2023)
51. COSCO Shipping Holdings : сайт. – URL: http://en.hold.coscoshipping.com/module/download/down.jsp?i\_ID=196574&colID=11756 (дата обращения: 17.05.2023)
52. Baoshan Iron & Steel : сайт. – URL: https://res.baowugroup.com/attach/2020/07/21/254eac3a7e0c448599ac598da8609fc5.pdf (дата обращения: 17.05.2023)
53. China Communications Construction : сайт. – URL: http://en.ccccltd.cn/tzzgx/tzzfw/download/ (дата обращения: 17.05.2023)
54. Shanghai International Port : сайт. – URL: https://www1.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2022/0425/2022042500473.pdf (дата обращения: 17.05.2023)
55. Hengli Petrochemical : сайт. – URL: http://file.finance.sina.com.cn/211.154.219.97:9494/MRGG/CNSESH\_STOCK/2022/2022-4/2022-04-22/8028856.PDF (дата обращения: 17.05.2023)
56. 360 Security Technology : сайт. – URL: https://ir.360shuke.com/reports-filings/annual-reports (дата обращения: 17.05.2023)
57. AVIC Aviation Power : сайт. – URL: https://www1.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2022/0425/2022042500665.pdf (дата обращения: 17.05.2023)
58. Anhui Conch Cement : сайт. – URL: http://iis.quamnet.com/media/IRAnnouncement/914/EN\_US/9719216-0.PDF (дата обращения: 17.05.2023)
59. Power Construction Corporation of China Limited : сайт. – URL: https://en.powerchina.cn/annualreport.html (дата обращения: 17.05.2023)
60. Trina Solar : сайт. – URL: https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1382158/000110465915030119/a15-5815\_120f.htm (дата обращения: 17.05.2023)
61. Guotai Junan Securities : сайт. – URL: https://www1.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2022/0426/2022042601722.pdf (дата обращения: 17.05.2023)
62. Daqin Railway : сайт. – URL: https://www.annualreports.com/HostedData/AnnualReportArchive/g/NYSE\_GSH\_2019.pdf (дата обращения: 17.05.2023)
63. China CSSC Holdings : сайт. – URL: https://www.csscshipping.net/uploads/upload\_file/file/ew\_03877AR-25032022.pdf (дата обращения: 17.05.2023)
64. China Railway Construction Corporation : сайт. – URL: https://www1.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2021/0330/2021033003508.pdf (дата обращения: 17.05.2023)
65. Ningxia Baofeng Energy Group : сайт. – URL: https://www1.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2023/0324/2023032400911.pdf (дата обращения: 17.05.2023)
66. AVIC Shenyang Aircraft : сайт. – URL: https://www.wsj.com/market-data/quotes/CN/600760/financials (дата обращения: 17.05.2023)
67. Shanghai International Airport : сайт. – URL: https://www.shanghaiairport.com/index\_en.html (дата обращения: 17.05.2023)
68. China Molybdenum : сайт. – URL: https://en.cmoc.com/html/InvestorMedia/Performance/ (дата обращения: 17.05.2023)
69. China Merchants Securities : сайт. – URL: https://www1.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2021/0429/2021042902067.pdf (дата обращения: 17.05.2023)
70. Air China : сайт. – URL: https://www.airchina.com.cn/en/images/investor\_relations/2022/04/26/16E63DB190ABBD297BF3473159C01F17.pdf (дата обращения: 17.05.2023)
71. China Southern Airlines : сайт. – URL: https://www.csair.com/en/about/investor/yejibaogao/2020/ (дата обращения: 17.05.2023)
72. China Northern Rare Earth Group High-Tech : сайт. – URL: https://webb-site.com/dbpub/docs.asp?p=9409 (дата обращения: 17.05.2023)
73. Xinjiang Daqo New Energy : сайт. – URL: http://ir.xjdqsolar.com/index.php?s=/Index/index/month/2020-11 (дата обращения: 17.05.2023)
74. Huaneng Power International : сайт. – URL: https://www1.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2021/0420/2021042000679.pdf (дата обращения: 17.05.2023)
75. Hoshine Silicon Industry : сайт. – URL: http://www.hoshinesilicon.com/en/cwxx/list\_93.aspx (дата обращения: 17.05.2023)
76. Huatai Securities : сайт. – URL: https://www.htsc.com.cn/en/ir/reports (дата обращения: 17.05.2023)
77. Gongniu Group : сайт. – URL: http://file.finance.sina.com.cn/211.154.219.97:9494/MRGG/CNSESH\_STOCK/2022/2022-4/2022-04-27/8081740.PDF (дата обращения: 17.05.2023)
78. China Satellite Communications : сайт. – URL: https://www.wsj.com/market-data/quotes/CN/601698/financials/annual/income-statement (дата обращения: 17.05.2023)
79. China Shipbuilding Industry Company : сайт. – URL: https://www.csscshipping.net/uploads/upload\_file/file/ew\_03877AR-25032022.pdf (дата обращения: 17.05.2023)
80. Yonyou Network Technology : сайт. – URL: https://www1.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2021/0419/2021041900602.pdf (дата обращения: 17.05.2023)
81. Sanan Optoelectronics : сайт. – URL: https://www.sanan-e.com/en/investor.html (дата обращения: 17.05.2023)
82. Haitong Securities : сайт. – URL: https://www.htsec.com/ChannelHome/2827012/index.shtml (дата обращения: 17.05.2023)
83. Shanghai Baosight Software : сайт. – URL: https://www.china-tcm.com.cn/UploadFiles/Files/2021/4/20210426090448565.pdf (дата обращения: 17.05.2023)
84. Jiangsu Hengli Hydraulic : сайт. – URL: https://pdf.dfcfw.com/pdf/H3\_AP202010121420811869\_1.pdf?1602498002000.pdf (дата обращения: 17.05.2023)
85. TBEA : сайт. – URL: http://english.sse.com.cn/markets/equities/announcements/detail.shtml?seq/968839/date/20210415 (дата обращения: 17.05.2023)
86. GAC Group : сайт. – URL: https://img.gac.com.cn/data/cms/archive/201810(3)/3.LTN201804231460.pdf (дата обращения: 17.05.2023)
87. SDIC Power Holdings : сайт. – URL: https://www.sdic.com.cn/en/rootfiles/2021/05/19/1622985848268572-1622985848278986.pdf (дата обращения: 17.05.2023)
88. Jiangsu King's Luck Brewery : сайт. – URL: https://simplywall.st/stocks/cn/food-beverage-tobacco/shse-603369/jiangsu-kings-luck-brewery-shares/health (дата обращения: 17.05.2023)
89. Tsingtao Brewery : сайт. – URL: http://www.tsingtao.com.cn/EN/investment/invest.html (дата обращения: 17.05.2023)
90. China Mobile : сайт. – URL: https://www.chinamobileltd.com/en/ir/reports.php (дата обращения: 17.05.2023)
91. Shenzhen Transsion Holdings : сайт. – URL: https://en.szihl.com/investor/annual/ (дата обращения: 17.05.2023)
92. China Energy Engineering Corporation : сайт. – URL: https://www1.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2022/0330/2022033000031.pdf (дата обращения: 17.05.2023)
93. Shandong Gold Mining : сайт. – URL: http://en.sdhjgf.com.cn/upload/file/2022/02/07/55c9291c8c9d4aa6abd058a2e62fb52d.pdf (дата обращения: 17.05.2023)
94. Will Semiconductor Shanghai : сайт. – URL: https://www.globaldata.com/company-profile/will-semiconductor-co-ltd/ (дата обращения: 17.05.2023)
95. Eastroc Beverage (Group) : сайт. – URL: https://simplywall.st/stocks/cn/food-beverage-tobacco/xssc-605499/eastroc-beverage-groupltd-shares/information (дата обращения: 17.05.2023)
96. Oppein Home Group : сайт. – URL: https://www.oppeinhome.com/OPPEIN-2020-Brief-Financial-Report (дата обращения: 17.05.2023)
97. China Coal Energy : сайт. – URL: https://en.chinacoalenergy.com/col/col4853/index.html (дата обращения: 17.05.2023)
98. Montage Technology : сайт. – URL: http://www.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/new/2022-07-16/688008\_20220716\_2\_u5mapLFy.pdf (дата обращения: 17.05.2023)
99. Shandong Hualu Hengsheng Chemical : сайт. – URL: https://mirainform.com/View-Reports/SHANDONG-HUALU-HENGSHENG-CHEMICAL-CO-LTD/China/1600867 (дата обращения: 17.05.2023)
100. Hundsun Technologies : сайт. – URL: https://q.stock.sohu.com/newpdf/202248847056.pdf (дата обращения: 17.05.2023)
101. Beijing Tongrentang : сайт. – URL: https://www1.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2022/0318/2022031801035.pdf (дата обращения: 17.05.2023)
102. Beijing Wantai Biological Pharmacy Enterprise : сайт. – URL: https://stock.us/stock/sh/603392 (дата обращения: 17.05.2023)
103. China Eastern Airlines : сайт. – URL: https://www.ceair.com/global/en\_static/AboutChinaEasternAirlines/intoEasternAirlines/InvestorRelations/periodicReports/ (дата обращения: 17.05.2023)
104. Fuyao Glass Industry Group : сайт. – URL: https://www1.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2021/0329/2021032900873.pdf (дата обращения: 17.05.2023)
105. 3Peak Incorporated : сайт. – URL: https://www.wsj.com/market-data/quotes/CN/XSHG/688536/financials/annual/income-statement (дата обращения: 17.05.2023)
106. A-Zenith Home Furnishings : сайт. – URL: https://www.marketscreener.com/quote/stock/A-ZENITH-HOME-FURNISHINGS-42859402/news/A-Zenith-Home-Furnishings-Co-Ltd-Reports-Earnings-Results-for-the-Half-Year-Ended-June-30-2020-33742074/ (дата обращения: 17.05.2023)
107. AA Industrial Belting Shanghai : сайт. – URL: https://simplywall.st/stocks/cn/capital-goods/shse-603580/aa-industrial-belting-shanghailtd-shares/past (дата обращения: 17.05.2023)
108. ACM Research (Shanghai) : сайт. – URL: https://www.annualreports.com/HostedData/AnnualReportArchive/a/NASDAQ\_ACMR\_2020.pdf (дата обращения: 17.05.2023)
109. Actions Technology : сайт. – URL: https://ir.kuaishou.com/static-files/9b436e92-fd39-404c-877e-c3b0d9b92b80 (дата обращения: 17.05.2023)
110. ADD Industry Zhejiang : сайт. – URL: https://www.emis.com/php/company-profile/CN/Add\_Industry\_\_Zhejiang\_\_Co\_Ltd\_\_浙江正裕工业股份有限公司\_\_en\_4319132.html (дата обращения: 17.05.2023)
111. AECC Aero Science and Technology : сайт. – URL: https://www.emis.com/php/company-profile/CN/Aecc\_Aero\_Science\_And\_Technology\_CoLtd\_\_中国航发航空科技股份有限公司\_\_en\_1732548.html (дата обращения: 17.05.2023)
112. Aeolus Tyre : сайт. – URL: https://www.marketscreener.com/quote/stock/AEOLUS-TYRE-CO-LTD-6497350/news/Aeolus-Tyre-Co-Ltd-announced-that-it-has-received-CNY-625-965899-million-in-funding-from-China-Na-33622558/ (дата обращения: 17.05.2023)
113. Aerosun : сайт. – URL: https://www.emis.com/php/company-profile/CN/Aerosun\_Corporation\_\_航天晨光股份有限公司\_\_en\_1735730.html (дата обращения: 17.05.2023)
114. AIMA Technology Group : сайт. – URL: https://www.aimatech.com/uploads/soft/220616/1-220616101145.pdf (дата обращения: 17.05.2023)
115. Aisino : сайт. – URL: https://www.emis.com/php/company-profile/CN/Aisino\_CoLtd\_\_航天信息股份有限公司\_\_en\_1739761.html (дата обращения: 17.05.2023)
116. Allgens Medical : сайт. – URL: https://www.wsj.com/market-data/quotes/CN/XSHG/688613/financials/annual/balance-sheet (дата обращения: 17.05.2023)
117. Allied Machinery : сайт. – URL: https://www.emis.com/php/company-profile/CN/Allied\_Machinery\_CoLtd\_\_杭州联德精密机械股份有限公司\_\_en\_12721860.html (дата обращения: 17.05.2023)
118. Aluminum Corporation of China Limited (Chalco) : сайт. – URL: https://www.chalco.com.cn/en/report/2020/202104/t20210421\_79276.html (дата обращения: 17.05.2023)
119. Befar Group : сайт. – URL: https://www.emis.com/php/company-profile/CN/Befar\_Group\_Co\_Ltd\_\_滨化集团股份有限公司\_\_en\_1733052.html (дата обращения: 17.05.2023)

# ПРИЛОЖЕНИЯ

**Таблица 9.** Список компаний, вошедших в выборку

|  |  |
| --- | --- |
| **Название компании** | **Индустрия** |
| Kweichow Moutai | Продукты и напитки |
| PetroChina | Нефть и газ |
| China Life Insurance | Страхование |
| Sinopec | Нефть и газ |
| China Telecom | Связь и коммуникации |
| Ping An Insurance | Страхование |
| China Yangtze Power | Электроэнергетика |
| Shenhua Energy Company | Угледобыча |
| China International Travel Service | Сфера развлечений |
| Shanxi Xinghuacun Fen Wine Factory | Продукты и напитки |
| Foxconn Industrial Internet | IT |
| Foshan Haitian Flavouring and Food | Продукты и напитки |
| Wanhua Chemical Group | Химическая промышленность |
| Jiangsu Hengrui Medicine | Лекарства и биоинженерия |
| Beijing-Shanghai High Speed Railway | Железные дороги |
| Zijin Mining Group | Добыча ценных ископаемых |
| China State Engineering Corporation | Строительство |
| WuXi AppTec | Лекарства и биоинженерия |
| Shaanxi Coal Industry | Угледобыча |
| Inner Mongolia Yili Industrial Group | Продукты и напитки |
| Beijing Kingsoft Office Software | IT |
| China Pacific Insurance (Group) | Страхование |
| Great Wall Motors | Автомобилестроение |
| Tongwei | Иное |
| China Unicom | Связь и коммуникации |
| Zhangzhou Pientzehuang Pharmaceutical | Лекарства и биоинженерия |
| Poly Real Estate Group | Строительство |
| SAIC Motor | Автомобилестроение |
| NARI Technology | IT |
| China Railway Group | Строительство |
| Haier Smart Home | Производство бытовой техники |
| COSCO Shipping Holdings | Водные перевозки |
| Baoshan Iron & Steel | Металлургия |
| China Communications Construction | Строительство |
| Shanghai International Port | Вспомогательная транспортная деятельность |
| Hengli Petrochemical | Химическая промышленность |
| 360 Security Technology | IT |
| AVIC Aviation Power | Иное |
| Anhui Conch Cement | Производство строительных материалов |
| Power Construction Corporation of China Limited | Строительство |
| Trina Solar | Электроэнергетика |
| Guotai Junan Securities | Финансовые услуги |
| Daqin Railway | Железные дороги |
| China CSSC Holdings | Прочее машиностроение |
| China Railway Construction Corporation | Строительство |
| Ningxia Baofeng Energy Group | Химическая промышленность |
| AVIC Shenyang Aircraft | Производство летальных аппаратов и военного снаряжения |
| Shanghai International Airport | Вспомогательная транспортная деятельность |
| China Molybdenum | Металлургия |
| China Merchants Securities | Финансовые услуги |
| Air China | Авиаперевозки |
| China Southern Airlines | Авиаперевозки |
| China Northern Rare Earth Group High-Tech | Металлургия |
| Xinjiang Daqo New Energy | Производство полупроводников |
| Huaneng Power International | Электроэнергетика |
| Hoshine Silicon Industry | Металлургия |
| Huatai Securities | Финансовые услуги |
| Gongniu Group | Иное |
| China Satellite Communications | Связь и коммуникации |
| China Shipbuilding Industry Company | Прочее машиностроение |
| Yonyou Network Technology | IT |
| Sanan Optoelectronics | Производство полупроводников |
| Haitong Securities | Финансовые услуги |
| Shanghai Baosight Software | IT |
| Jiangsu Hengli Hydraulic | Иное |
| TBEA | Прочее машиностроение |
| GAC Group | Автомобилестроение |
| SDIC Power Holdings | Электроэнергетика |
| Jiangsu King's Luck Brewery | Продукты и напитки |
| Tsingtao Brewery | Продукты и напитки |
| China Mobile | Связь и коммуникации |
| Shenzhen Transsion Holdings | Реализация потребительских товаров |
| China Energy Engineering Corporation | Строительство |
| Shandong Gold Mining | Добыча ценных металлов |
| Will Semiconductor Shanghai | Производство полупроводников |
| Eastroc Beverage (Group) | Продукты и напитки |
| Oppein Home Group | Производство товаров длительного пользования |
| China Coal Energy | Угледобыча |
| Montage Technology | Производство полупроводников |
| Shandong Hualu Hengsheng Chemical | Химическая промышленность |
| Hundsun Technologies | IT |
| Beijing Tongrentang | Лекарства и биоинженерия |
| Beijing Wantai Biological Pharmacy Enterprise | Производство медицинского оборудования |
| China Eastern Airlines | Авиаперевозки |
| Fuyao Glass Industry Group | Прочее машиностроение |
| 3Peak Incorporated | Производство полупроводников |
| A-Zenith Home Furnishings | Производство товаров длительного пользования |
| AA Industrial Belting Shanghai | Иное |
| ACM Research (Shanghai) | Производство полупроводников |
| Actions Technology | Производство полупроводников |
| ADD Industry Zhejiang | Автомобилестроение |
| AECC Aero Science and Technology | Производство военного снаряжения |
| Aeolus Tyre | Автомобилестроение |
| Aerosun | Автомобилестроение |
| AIMA Technology Group | Автомобилестроение |
| Aisino | Связь и коммуникации |
| Allgens Medical | Лекарства и биоинженерия |
| Allied Machinery | Машиностроение |
| Aluminum Corporation of China Limited (Chalco) | Металлургия |
| Befar Group | Химическая промышленность |

**Таблица 10.** Корреляционная матрица

*A picture containing text, screenshot, font, document

Description automatically generated*

1. CGI : сайт. – URL: https://www.cgi.org.uk/about-us/policy/what-is-corporate-governance (дата обращения: 03.02.2023) [↑](#footnote-ref-1)
2. Harvard : сайт. – URL: https://scholar.harvard.edu/files/shleifer/files/surveycorpgov.pdf (дата обращения: 03.02.2023) [↑](#footnote-ref-2)
3. BBC : сайт. – URL: ttps://www.bbc.com/russian/features-49885983 (дата обращения: 03.02.2023) [↑](#footnote-ref-3)
4. Wiley Online Library : сайт. – URL: https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/10.1002/sres.968 (дата обращения: 03.02.2023) [↑](#footnote-ref-4)
5. Statista : сайт. – URL: https://www.statista.com/statistics/263770/gross-domestic-product-gdp-of-china/ (дата обращения: 10.04.2023) [↑](#footnote-ref-5)
6. ChinaRusLaw : сайт. – URL: http://www.chinaruslaw.com/RU/InvestCN/Ru001/200572500729\_1763574.htm (дата обращения: 03.02.2023) [↑](#footnote-ref-6)
7. ResearchGate : сайт. – URL: https://www.researchgate.net/publication/259695726\_The\_Effects\_of\_Corporate\_Governance\_and\_Ownership\_on\_the\_Innovation\_Performance\_of\_Chinese\_SMEs (дата обращения: 03.02.2023) [↑](#footnote-ref-7)
8. Google Books : сайт. – URL: https://books.google.ru/books?id=X4qQBgAAQBAJ&printsec=frontcover&hl=ru#v=onepage&q&f=false2 [↑](#footnote-ref-8)
9. ChinaRusLaw : сайт. – URL: http://www.chinaruslaw.com/RU/InvestCN/Ru001/200572500729\_1763574.htm (дата обращения: 04.03.2023) [↑](#footnote-ref-9)
10. Science Direct : сайт. – URL: https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0929119914001266 (дата обращения: 04.03.2023) [↑](#footnote-ref-10)
11. Atlantis-Press : сайт. – URL: https://www.atlantis-press.com/proceedings/gecss-14/11014 (дата обращения: 04.03.2023) [↑](#footnote-ref-11)
12. Wiley Online Library : сайт. – URL: https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1467-6486.1992.tb00672.x2 (дата обращения: 04.03.2023) [↑](#footnote-ref-12)
13. Wiley Online Library : сайт. – URL: https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/j.1467-8683.2007.00557.x (дата обращения: 04.03.2023) [↑](#footnote-ref-13)
14. EconScience : сайт. – URL: https://econpapers.repec.org/article/eeejbvent/v\_3a7\_3ay\_3a1992\_3ai\_3a5\_3ap\_3a375-386.htm1 (дата обращения: 04.03.2023) [↑](#footnote-ref-14)
15. ScienceDirect : сайт. – URL: https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X95008445 (дата обращения: 10.04.2023) [↑](#footnote-ref-15)
16. Wiley Online Library : сайт. – URL: https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1467-629X.2012.00498.x (дата обращения: 04.03.2023) [↑](#footnote-ref-16)
17. Wiley Online Library : сайт. – URL: https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1467-6486.1992.tb00672.x2 (дата обращения: 04.03.2023) [↑](#footnote-ref-17)
18. Atlantis-Press : сайт. – URL: https://www.atlantis-press.com/proceedings/gecss-14/11014 (дата обращения: 04.03.2023) [↑](#footnote-ref-18)