

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

СВЯЗЬ ХАРАКТЕРИСТИК КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ И
ВОЛАТИЛЬНОСТИ ЦЕН АКЦИЙ КОМПАНИЙ НА КИТАЙСКОМ РЫНКЕ

Выпускная квалификационная работа студентки 4
курса бакалаврской программы,
профиль – Финансовый менеджмент

МОГИЛЕВСКАЯ Анна Павловна



Научный руководитель
Доцент кафедры финансов и учета
СМИРНОВ Марат Владимирович



Санкт-Петербург

2024

ОГЛАВЛЕНИЕ

Оглавление	2
Заявление о самостоятельном характере Выпускной курсовой работы	3
Введение	4
Глава 1. Обзор Корпоративного управления компаний КНР.....	7
1.1. Общие теоретические предпосылки исследования	7
1.2. Развитие корпоративного управления в КНР	8
1.3. Отличительные черты корпоративного управления в компаниях КНР	13
1.4. Агентская проблема в КНР: специфика и влияние институциональной среды	16
1.5. Доступность фондового рынка КНР для иностранных инвесторов	17
1.6. Обзор эмпирических исследований, постановка гипотез.....	21
1.7. Резюме по главе	26
Глава 2. Методология исследования.....	27
2.1. Формирование выборки	27
2.2. Описание переменных и итоговой модели	28
2.3.. Итоговая модель	32
2.4. Описательная статистика.....	32
2.5. Проверка на мультиколлинеарность.....	34
Глава 3. Результаты эмпирического исследования и их интерпретация.....	36
3.1. Результаты построения регрессионных моделей	36
Заключение.....	41
Приложения.....	50
Приложение 1. Гистограммы распределения переменных: исходная выборка	50
Приложение 2. Гистограммы распределения переменных: итоговая выборка	51

ЗАЯВЛЕНИЕ О САМОСТОЯТЕЛЬНОМ ХАРАКТЕРЕ ВЫПУСКНОЙ КУРСОВОЙ РАБОТЫ

Я, Могилевская Анна Павловна, студентка 4 курса направления 38.03.02 «Менеджмент» (профиль подготовки – Финансовый менеджмент), заявляю, что в моей выпускной квалификационной работе на тему «Связь характеристик корпоративного управления и волатильности цен акций компаний на китайском рынке», представленной для публичной защиты в июне 2024 г., 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-Петербургский государственный университет» о том, что «студент подлежит отчислению из Санкт-Петербургского университета за представление курсовой или выпускной квалификационной работы, выполненной другим лицом (лицами)».

Могилевская Анна Павловна

1 «апреля» 2024 г.

ВВЕДЕНИЕ

Актуальность работы обусловлена активизировавшимся в последние годы сближением экономических отношений между Китайской народной республикой (далее - КНР) и Россией, проявления которого заметны на всех уровнях торгово-экономических отношений между странами. Без исключения не остались и участники фондового рынка: учитывая общую экономическую привлекательность, ценные бумаги китайских компаний становятся всё более заметны не только на мировых рынках, но и в инвестиционных портфелях инвесторов, стремящихся диверсифицировать свой портфель и приумножить прибыль. Так, согласно прогнозам Goldman Sachs, доля акций компаний материкового Китая (China A-share) вырастет с текущих 4,8% до 20% в MSCI EM (индексе развивающихся стран)¹. Это обусловлено и позитивными прогнозами специалистов, отмечающих признаки постепенного восстановления китайской экономики к допандемийному уровню, за счёт различных форм активной государственной поддержки: от продления действия льготного режима для малого и среднего бизнеса до снижения ключевой процентной ставки².

Быстрый экономический рост и развивающаяся нормативно-правовая база создают как уникальные проблемы, так и возможности для инвесторов. Практики корпоративного управления, принятые в компаниях на китайском рынке, значительно отличаются от тех, что свойственны российским и европейским компаниям. Подкрепленные, а порой и обусловленные политическими, а также социально-экономическими особенностями региона, они формируют специфическую ситуацию, влияющую тем или иным образом на волатильность цен акций и общую результативность компании. Эта рыночная ситуация является объектом интереса различных стейкхолдеров, для которых общее понимание специфики рынка играет ключевую роль в корректной интерпретации возможных рисков. Так, овладев пониманием того, какие характеристики корпоративного управления могут быть связаны с большей волатильностью цен на акции, менеджмент компаний может обратиться к поиску более эффективных методов управления, а инвесторы могут принимать более обоснованные решения, способствуя более стабильным и предсказуемым инвестиционным результатам. Помимо этого, специфика корпоративного управления КНР, не позволяющая

¹ Разворот за прибыль: как российским инвесторам торговать на фондовых биржах Китая [Электронный ресурс] // Forbes – 29.05.2022 – Режим доступа: <https://www.forbes.ru/mneniya/466669-razvorot-za-pribyl-u-kak-rossijskim-investoram-torgovat-na-fondovyh-birzah-kitaa>

² Россия сближается с Китаем. Что это значит для инвесторов [Электронный ресурс] // БКС Экспресс – 29.03.2023 – Режим доступа: <https://bcs-express.ru/novosti-i-analitika/rossiya-sblizhaetsia-s-kitaem-cto-eto-znachit-dlia-investorov>

применять западные практики без должного уровня адаптации, может стать ключом к пониманию специфики корпоративного управления и в других странах со схожим институциональным устройством. Этот факт делает результаты исследования ценным инструментом в понимании взаимосвязи между характеристиками корпоративного управления компаний и волатильностью их акций не только в КНР, но и далеко за её пределами.

Таким образом, цель исследования заключается в выявлении и анализе взаимосвязи между характеристиками корпоративного управления и волатильностью цен акций компаний на рынке КНР.

Для достижения поставленной цели были сформулированы следующие задачи:

1. Изучить существующие исследования на тему наличия взаимосвязи между особенностями корпоративного управления и ценами акций компаний, в том числе компаний азиатского рынка, в частности китайского;
2. Проанализировать тренды и рыночный контекст в разрезе ключевых особенностей корпоративного управления в китайских компаниях;
3. На основе проведенного исследования выделить и описать показатели для выявления и оценки взаимосвязи, а также сформулировать соответствующие гипотезы;
4. Сформировать выборку из китайских компаний различных отраслей, акции которых размещены на китайских биржах;
5. Осуществить проверку гипотез путем построения регрессионной модели;
6. Интерпретировать полученные результаты, сформулировать выводы по результатам проведенного исследования;

Объектом исследования являются практики и принципы корпоративного управления, принятые в китайских компаниях, принадлежащих к различным отраслям.

Предметом исследования выступает взаимосвязь характеристик корпоративного управления и волатильность цен акций компаний КНР.

Работа состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованных источников и приложения.

В первой главе работы рассматриваются теоретические предпосылки исследования, приводится обзор практик корпоративного управления, принятых в китайских компаниях, а также их особенности. Обозревается текущее положение иностранных инвесторов на фондовом рынке КНР, а также приводится обзор эмпирических исследований о взаимосвязи практик корпоративного управления и волатильности цен акций компаний, в том числе, учитывающих страновые особенности, и выдвигаются гипотезы исследования.

Вторая глава посвящена описанию процесса сбора данных и формирования выборки, выбору и описанию переменных, а также содержит в себе итоговую модель с ее последующим описанием и тестами, необходимыми для проведения регрессионного анализа.

В третьей главе приводятся результаты проведения регрессионного анализа, их интерпретация и последующие выводы.

Регрессионный анализ для количественной оценки взаимосвязи между характеристиками корпоративного управления и волатильностью цен на акции.

Исследование было проведено на выборке из 4459 публичных компаний КНР за 8 лет: в период с 2015 по 2022 год. В качестве источника данных при формировании выборки для проведения исследования использовалась база данных Wind. После подготовки данных в MS Excel построение регрессионных моделей и проверка гипотез исследования осуществлялись на языке программирования Python с использованием стандартных библиотек.

ГЛАВА 1. ОБЗОР КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ КОМПАНИЙ КНР

В главе вводятся основные теоретические понятия и концепции, необходимые для дальнейшего исследования проблематики корпоративного управления и его механизмов. Глава содержит в себе описание последовательности развития проблематики на китайском рынке, а также описание специфических черт корпоративного управления в КНР. Кроме того, рассматривается доступность инструментов китайского фондового рынка для иностранных инвесторов. В заключение главы были проанализированы основные эмпирические исследования, актуальные для темы работы, и выдвинуты гипотезы для дальнейшей проверки.

1.1. Общие теоретические предпосылки исследования

Понятие корпоративного управления, обладающее большим количеством трактовок и определений, в общем смысле представляет из себя систему экономических и юридических отношений и норм, в рамках которых осуществляется распределение контроля над компанией и распределение прав на денежные потоки между акционерами, менеджерами и разнообразными заинтересованными лицами (стейкхолдерами) компании, которые зачастую имеют различающиеся интересы³. В то же время, определение, предлагаемое Организацией экономического сотрудничества и развития (ОЭСР) заключается в том, что корпоративное управление представляет из себя систему отношений между руководством компании, советом директоров, акционерами и заинтересованными сторонами. Корпоративное управление также обеспечивает структуру и системы, посредством которых компания направляется, определяются ее цели, а также средства достижения этих целей и контроля за их выполнением⁴.

Неразрывно с концепцией корпоративного управления связана проблематика отделения собственности от контроля, выраженная, в дальнейшем, во взаимоотношениях «принципал-агент». Впервые проблему постановили в своей работе [Jensen, Meckling, 1976], определив ее как следствие несовпадения интересов акционеров и топ-менеджмента компании. Управленческий оппортунизм, как одно из последствий агентской проблемы, проявляющийся в намеренной приоритизации собственных интересов менеджментом, вопреки интересам

³ Материалы лекций курса «Корпоративное управление», Смирнов М. В. Лекции по курсу «Корпоративное управление» – 2023

⁴ G20/OECD Principles of Corporate Governance 2023 [Электронный ресурс] // OECD, OECD Publishing – Paris – 2023 – Режим доступа: <https://doi.org/10.1787/ed750b30-en>, свободный

акционеров, вызывает необходимость создания особых механизмов контроля, позволяющих соотнести стимулы принципала и агента [Williamson, 1985].

Агентская проблема и, как следствие, оппортунистическое поведение подчеркивают важность формирования эффективных механизмов корпоративного управления, гарантирующих намерения менеджмента действовать в лучших интересах компании и ее заинтересованных сторон.

1.2. Развитие корпоративного управления в КНР

Корпоративное управление в КНР возникло порядка трех десятков лет назад и развивалось по мере перехода государства от плановой экономики к рыночной. Становление и рост китайского рынка капитала и трансформация китайских предприятий из государственных филиалов в современные компании обусловили необходимость создания новой системы корпоративного управления. С момента запуска китайского фондового рынка в начале 1990-х годов, практика корпоративного управления в стране развивалась аналогично глобальной тенденции. В то же время КНР пережила впечатляющий экономический рост, что привело к появлению большого числа влиятельных корпораций, действующих по всему миру (см. Рис. 1).

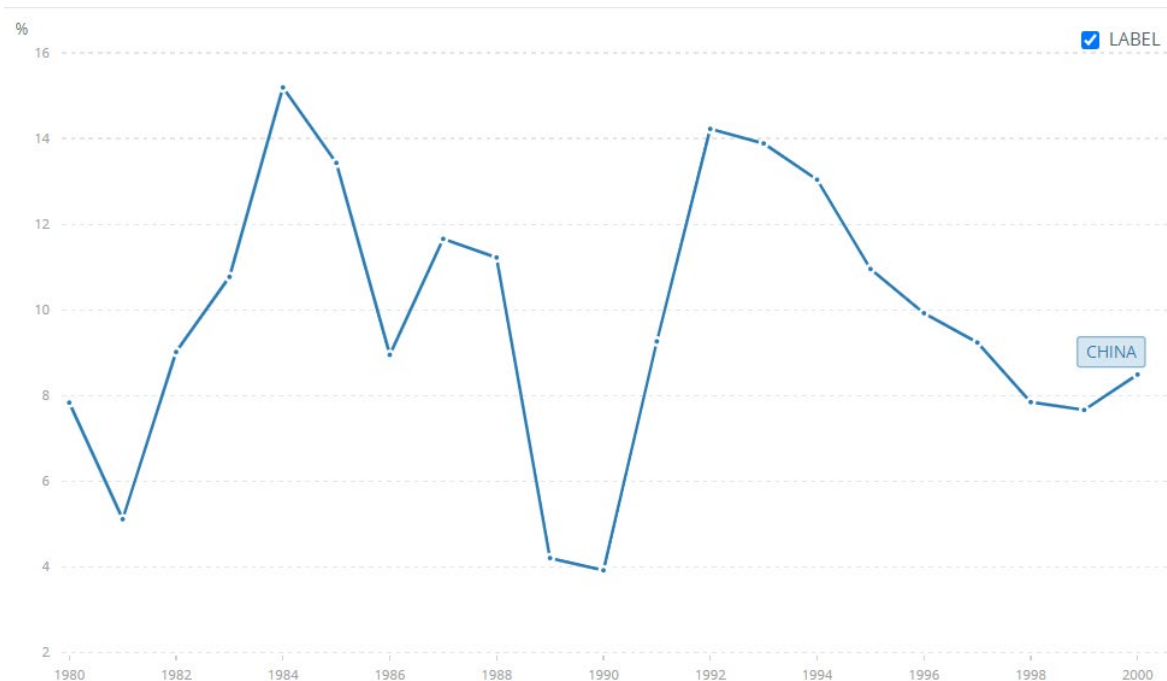


Рис. 1. Рост ВВП КНР (% годовых)

*Источник: World Bank national accounts data, and OECD National Accounts data files*⁵

Так, особенно активно корпоративное управление в китайских компаниях начало развиваться в ответ на Азиатский финансовый кризис 1997 года: в качестве основных причин кризиса специалистами позднее были названы неэффективные практики корпоративного управления в регионе, а также институциональные и политические недостатки [Das 2001; Globberman et al. 2011; Johnson et al. 2000]. На совершенствовании практик корпоративного управления, помимо этого, значительно сказались многочисленные корпоративные скандалы в начале 2000-х годов по всему миру⁶.

Развитие корпоративного управления как полноценной системы в КНР, согласно отчету OECD ‘Corporate Governance of Listed Companies in China’⁷, можно разделить на несколько этапов. Стоит отметить тот факт, что вплоть до 1978 года многие китайские компании являлись государственными, а потому управление в них осуществлялось административными средствами, ориентированными исключительно на государственные планы, а не на динамику рынка и его тенденции:

- 1) Основной характеристикой периода с 1978 по 1984 год являлся общий тренд к децентрализации. В 1979 году Государственным советом были опубликованы нормативные документы по реформированию механизмов управления организациями. Эти новые правила были направлены на то, чтобы скорректировать отношения между государством и бизнесом, предоставить руководителям предприятий с государственным участием больше свободы в предпринимательской деятельности, дополняя прямой контроль государства за деятельностью предприятий экономическими стимулами;
- 2) Этап с 1984 по 1992 год характеризуется, преимущественно, серьезными изменениями в распределении прибыли предприятий с государственным участием: был совершен переход от полного владения государством прибылью компании к распределению прибыли после налогов между государством и предприятием (для

⁵ GDP Growth - China [Электронный ресурс] // *World Bank national accounts data, and OECD National Accounts data files* - Режим доступа: <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG?end=2000&locations=CN&start=1980&view=chart>

⁶ Fuxiu Jiang, Kenneth A Kim, Corporate Governance in China: A Survey [Электронный ресурс] // *Review of Finance*, Oxford Press - 2020 - Режим доступа: <https://doi.org/10.1093/rof/rfaa012> - Volume 24, Issue 4, Pages 733–772

⁷ Corporate Governance of Listed Companies in China: Self-Assessment by the China Securities Regulatory Commission [Электронный ресурс] // OECD Publishing – 2011 – Режим доступа: <http://dx.doi.org/10.1787/9789264119208-en>

больших и средних компаний). Кроме того, в это же время создаются механизмы подотчетности менеджеров и впервые предлагается идея отделения собственности от управления для государственных компаний⁸;

- 3) Период с 1993 по 2003 год открывается изданным в 1993 году Законом о компаниях, который оказал значительную юридическую поддержку в создании современной корпоративной системы. С начала 1990-х годов отмечается стремительный рост общенационального рынка капитала и увеличение числа компаний, зарегистрированных на бирже. Большинство зарегистрированных на тот момент компаний представляли собой реструктурированные госпредприятия, прошедшие через реформу акционерного капитала. Государство (или государственные компании) по-прежнему являлись владельцами контрольных пакетов акций этих компаний, что привело к сохранению старых стилей и механизмов управления госпредприятиями. Между тем, по мере увеличения числа негосударственных компаний, зарегистрированных на бирже, проблема управления ими становилась все более актуальной. Таким образом, необходимость совершенствования корпоративного управления компаний, зарегистрированных на бирже, приобрело статус ключевой проблемы на пути к развитию рынка капитала КНР. Кроме того, значительное влияние на развитие системы корпоративного управления в КНР оказал и факт вхождения во Всемирную Торговую Организацию в 2001 году и последующее обязательство соблюдать принципы корпоративного управления ОЭСР и улучшить корпоративное управление китайскими компаниями, зарегистрированными на бирже, в соответствие с этими принципами;
- 4) Последний из выделяемых на данный момент этапов начался в 2004 году и продолжается до сих пор. В рамках текущего этапа происходит значительный пересмотр и модернизация правовой базы с целью совершенствования регулирования вопроса. Особое внимание уделяется внутреннему контролю, раскрытию информации и грамотному управлению отношениями с инвесторами. Следуя за многочисленными изменениями, часть которых была перечислена выше, в марте 2007 года CSRC запустила трехлетнюю кампанию, главной целью которой являлось усиление практик корпоративного управления компаний, размещенных на бирже.

⁸ Там же

На приведенном ниже рисунке (Рис.2) отражена система корпоративного управления компаний, зарегистрированных на биржах КНР. Общее собрание акционеров является органом власти и принятия решений в компании и обладает полномочиями по принятию решений по ключевым вопросам организации. Совет директоров является исполнительным органом, подотчетным общему собранию акционеров, и обладает полномочиями по принятию решений по вопросам управления, отнесенным к компетенции общего собрания акционеров. Совет директоров может, в соответствии с решением общего собрания акционеров, создавать специальные комитеты, такие как комитет по стратегии, по аудиту, комитет по назначениям, по вознаграждениям и пр. Менеджмент компании подотчетен совету директоров и отвечает за повседневную деятельность и управление компанией. Наблюдательный совет является надзорным органом компании, который следит за соблюдением директорами и управляющими законов и устава компании при выполнении корпоративных обязанностей, и имеет право проверять финансовую деятельность компании.

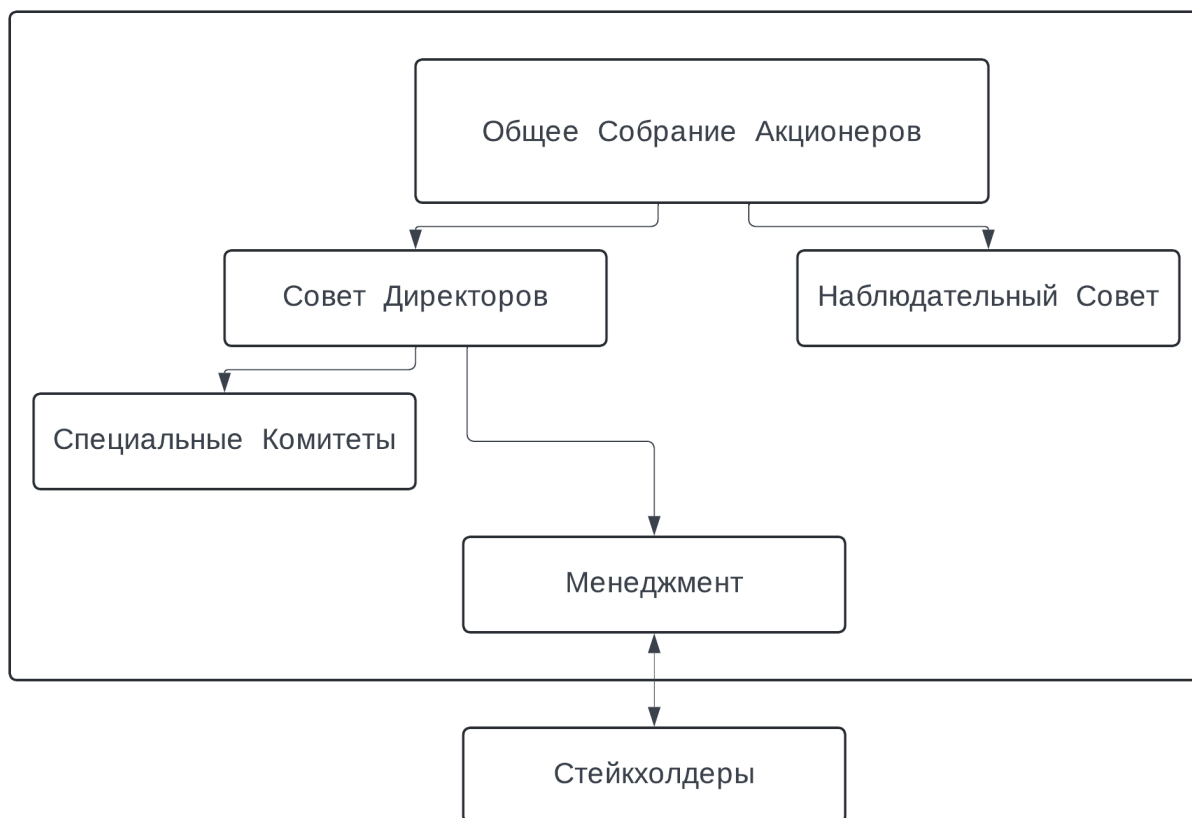


Рис. 2 . Действующая схема корпоративного управления компаний, размещённых на бирже

Источник: Corporate Governance of Listed Companies in China: Self-Assessment by the China Securities Regulatory Commission, OECD Publishing⁹

Ключевыми правовыми рамками корпоративного управления в КНР являются «Закон о компаниях», принятый в декабре 1993 года, «Закон о ценных бумагах», принятый в декабре 1998 года, и «Кодекс корпоративного управления для компаний, зарегистрированных на бирже», изданный Китайским регулирующим органом по ценным бумагам и Государственной комиссии по экономике и торговле в январе 2002 года.

С момента создания в 1992 году китайского регулирующего органа по ценным бумагам - Китайской комиссии по регулированию ценных бумаг (CSRC) - было издано более 300 законов и директив, касающихся рынка ценных бумаг и фьючерсов. С этого момента в КНР удалось добиться существенного прогресса во многих областях корпоративного управления. Так, изменения коснулись прав акционеров (н-р, закреплено право акционеров пользоваться равными правами и нести обязанности в соответствии с принадлежащим им акциям) и правил проведения собраний акционеров (н-р, компании обязали установить порядок созыва собраний акционеров и голосования на них в своем уставе), обязанностей директоров и независимости совета директоров (были выдвинуты требования к составу и квалификации совета директоров, сформулированы его обязанности и пр.), фидуциарных обязанностей (н-р, закреплена необходимость соблюдения устава, добросовестного выполнения обязанностей и пр.), оценке эффективности, систем поощрения и дисциплинарных мер (разработаны положения по трем направлениям: оценка эффективности работы директоров, супервайзеров и управленческого персонала; отбор управленческого персонала; системы стимулирования и дисциплинарной ответственности руководства), раскрытия информации и прозрачности (сформулированы требования к регулярной процедуре раскрытия информации), инсайдерской информации и сделок с заинтересованностью (необходимость заключения соглашений в письменной форме с соблюдением принципов равенства, добровольности и справедливой оплаты за полученную ценность), пересмотрена была также и роль аудитора (аудиторы получили право проверять финансовую отчетность и отчетные документы компании и запрашивать у руководства компании всю необходимую информацию, а также наделены обязательством отчитываться перед CSRS о результатах проверок) [Lin, 2004].

⁹ Там же

1.3. Отличительные черты корпоративного управления в компаниях КНР

Страновые различия в практиках корпоративного управления и их эффективности отмечались многими исследователями. Среди причин возникновения этих различий нередко выделяют влияние различных институциональных факторов, включая формальные институты (например, законы и нормативные акты, степень правоприменения, политические режимы) и неформальные институты (например, культурные особенности и социальные нормы) [North, 1990; Peng and Jiang, 2010; Williamson, 2000]. Этот комплекс формальных и неформальных институтов определяется авторами [North, 1990; Williamson, 2000] как "правила игры", которые влияют на поведение участников и исходы их взаимодействия.

В работах исследователей, занимающихся изучением проблематики корпоративного управления в западных компаниях, вопрос преимущественно рассматривается с точки зрения ситуации рассредоточенной собственности, с учётом высокой эффективности правовых систем и активных рынков корпоративного контроля [Franks et al., 2012]. В то же время на рынке Азии складывается ситуация, в которой такой подход не обеспечит желаемых результатов. Согласно исследованиям, интерес которых был сфокусирован на специфике корпоративного управления в азиатских компаниях, внимание следует уделять интенсивному семейному контролю, государственной собственности с сильным политическим влиянием на экономику, и важности неформальных механизмов управления, которые заменяют слабые формальные [Filatochev et al., 2011; Globberman et al., 2011]. Актуальным по сей день остается вопрос о том, по какой причине и каким образом эти неформальные альтернативы управления заменяют формальные институты, поскольку вышеперечисленными аспектами по большей части пренебрегают [Williamson, 2000].

Высококонтрированная структура собственности

В Китае наблюдается высокая концентрация собственности по сравнению с США и многими другими развитыми мировыми экономиками. Согласно анализу авторов исследования, посвященному корпоративному управлению в КНР [Jiang and Kim, 2015], проведенного на основании данных китайского фондового рынка, в 2003-2018 годах более 99% компаний, зарегистрированных на бирже, имели по крайней мере одного акционера, владеющего более чем 10% акций. Более того, даже при увеличении этого порога в два раза – до 20% владения акций, в 2018 году более 80% фирм имели по крайней мере одного крупного акционера, удовлетворяющего этому условию. Несмотря на снижение доли акций, принадлежащих контролирующему акционеру, по прошествии нескольких лет её медианное

значение остается по-прежнему высоким – около 33% в 2018 году, что значительно превышает значение этого показателя в западных странах¹⁰.

В частности, важной особенностью азиатского рынка, в том числе и рынка КНР, является распространенность так называемых семейных организаций. В сравнении с другими видами акционеров семейные собственники более ориентированы на долгосрочную перспективу и могут пожертвовать краткосрочными результатами ради сохранения своего семейного наследия. Согласно оценкам исследователей, порядка 80-90% частных фирм в КНР и Вьетнаме представлены именно семейной собственностью. Так, например, в Гонконге, на долю топ-15 фирм с семейным владением приходится 84% ВВП, а в Малайзии, Сингапуре и Филиппинах это значение составляет 76%, 48% и 47% соответственно¹¹.

Государство как важнейший стейкхолдер

Государственные предприятия по-прежнему играют ведущую роль в Китае. В 2007 году на долю государственных или подконтрольных государству предприятий приходился 31% ВВП Китая, и по данным Шанхайской фондовой биржи во владении правительства находилось более 51% от общего числа акций на бирже. А в 2015 году на долю государственных предприятий приходилась треть общего числа фирм, рыночная капитализация которой составляла две трети совокупной¹².

Такая институциональная среда зачастую носит пагубный характер для частных компаний, внося значительный уровень ненадежности и создавая ситуацию тяжелой конкуренции. Правительство пристально следит за тем, чтобы ресурсы распределялись в пользу предприятий с государственным участием, а китайские нормативные акты требуют, чтобы компании, котирующиеся на бирже, оказывали "необходимую поддержку" функционированию Коммунистической партии в рамках своих фирм. Кроме того, частные фирмы не только имеют меньше прав в распределении ресурсов, но и сталкиваются с вмешательством государства в свою деятельность: например, в виде чрезмерного правового регулирования или налогового бремени [Tang et al., 2013].

Роль государства, выраженная в деятельности Коммунистической партии Китая как основного регулятора, распространяется на роль КПК как важнейшего стейкхолдера для

¹⁰ Fuxiu Jiang, Kenneth A Kim, Corporate Governance in China: A Survey [Электронный ресурс] // Review of Finance, Oxford Press - 2020 - Режим доступа: <https://doi.org/10.1093/rof/rfaa012> - Volume 24, Issue 4, Pages 733–772

¹¹ Dinh, Cynthia & Calabrò, Andrea. (2018). Asian Family Firms through Corporate Governance and Institutions: A Systematic Review of the Literature and Agenda for Future Research: Asian Family Firms. International Journal of Management Reviews. 21. 10.1111/ijmr.12176

¹² Fuxiu Jiang, Kenneth A Kim, Corporate Governance in China: A Survey [Электронный ресурс] // Review of Finance, Oxford Press - 2020 - Режим доступа: <https://doi.org/10.1093/rof/rfaa012> - Volume 24, Issue 4, Pages 733–772

компаний в КНР. Влияние стейкхолдера распространяется не только на организации с государственным владением, но и на частные, в том числе и семейные фирмы. Само участие проявляется на всех уровнях деятельности организаций и заключается, например, в финансовой поддержке, нормативном надзоре, заданием стратегического направления деятельности и пр. Влияние государства является неотъемлемой частью функционирования многих китайских компаний, определяя их управление, эффективность и поведение на рынке.

Распространенность пирамидальной структуры собственности

Пирамидальная структура собственности, когда контроль над компанией обретается через цепочку других компаний, получила широкое распространение в КНР [La Porta et al., 1999]. Многие китайские компании, зарегистрированные на бирже, принадлежат или контролируются материнской компанией, не зарегистрированной на бирже. Нередко и сами компании, в свою очередь, контролируют другие компании, зарегистрированные на бирже.

Возникшая в результате пирамидальная структура собственности создает возможности для незаконного окапывания, при котором контролирующая фирма извлекает ресурсы из других фирм в своей пирамиде, чьи миноритарные владельцы не одобрили бы, если бы о передаче стало известно. О масштабе проблемы говорит и тот факт, что в 2006 году регулирующими органами при взаимодействии с государством статья о незаконных присвоениях, связанных с пирамидальной структурой собственности, была внесена в уголовный кодекс [Liang and Useem, 2009].

Неформальные институты как решение вопроса институциональных пробелов (institutional voids)

Еще одним немаловажным феноменом, специфичным для рынка КНР, является необходимость замены слаборазвитых и по большей части плохо функционирующих формальных институтов – неформальными. В силу значительного влияния государства на деятельность компаний, в том числе через национальные инициативы по планированию распределения ресурсов или через государственные предприятия, включая банки, частные компании (в том числе и семейные фирмы) находятся в намного более слабом, в сравнении с государственными компаниями, положении, с точки зрения доступа к стратегическим ресурсам. В ситуации, когда компании не могут положиться на законные юридические механизмы защиты прав собственности и обеспечения исполнения контрактов, они вынуждены обращаться к неформальным институтам [Li et al. 2006; Tang et al. 2013]. В результате этого несовершенства институтов формального управления некоторые ученые

утверждают, что неформальные институты часто играют более важную роль в Азии, поскольку они заменяют собой формальные [Globerman et al.2011].

Чтобы преодолеть эти ограничения, компании, в частности семейные, часто ищут другие стратегические альтернативы, такие как развитие (формальных и неформальных) политических связей в ответ на несостоятельность правовой системы [Tang et al., 2013].

Таким образом, на первый план выходит термин гуанси (*guanxi*). Гуанси предполагает оказание услуги на условиях неформальной договоренности об ответной услуге или помощи¹³. Эта практика представляет собой неформальную систему, в которой особое внимание уделяется доверию и неформальным отношениям, которые невозможно заменить документами и процедурами; таким образом, это "закрытая система взаимоотношений", для создания которой требуется огромное количество времени и усилий [Wee and Combe, 2009].

1.4. Агентская проблема в КНР: специфика и влияние институциональной среды

Основополагающим отличием системы корпоративного управления в КНР является тот факт, что в отличие от классической агентской теории, лежащей в основе проблематики корпоративного управления в западных странах, в условиях институциональных особенностей КНР целесообразен переход к так называемой агентской проблеме второго типа (принципал-принципал). Агентская проблема второго типа заключается в противоречии между интересами мажоритарных и миноритарных акционеров. Крупные контролирующие акционеры обладают полномочиями принимать решения, которые могут повлиять на прибыльность компании и, следовательно, на доходы миноритарных акционеров¹⁴. Эта возможность при отсутствии должного регулирования приводит к экспроприации богатства миноритарных акционеров контролирующими, за счёт имеющихся у последних власти и ресурсов, что и наблюдается на рынке КНР и других развивающихся экономик в силу слабо развитых механизмов защиты миноритарных акционеров [Luo and Chung, 2013]. Данная специфика широко изучается в научных трудах различных авторов: так, например, из работы [Jiang and Kim, 2015] можно сделать вывод о том, что вертикальные агентские проблемы в значительной степени решаются благодаря эффективной дисциплине менеджеров со стороны контролирующих акционеров, обладающих как властью, так и стимулами эффективно для эффективного управления

¹³ Ты мне – я тебе: гуанси и коррупция [Электронный ресурс] // Антикоррупционный портал НИУ ВШЭ-2020 - Режим доступа: https://anticor.hse.ru/main/news_page/ty_mne_ya_tebe_guansi_i_korrupsiya

¹⁴ Mulyadi, M., Anwar, Y., Analyzing Corporate Governance Disclosures in Type II Agency Problems in Indonesia. [Электронный ресурс] // Auditing Ecosystem and Strategic Accounting in the Digital Era. Contributions to Finance and Accounting – 2021 - Режим доступа: https://doi.org/10.1007/978-3-030-72628-7_9

менеджерами [Shleifer and Vishny, 1986, 1997], оставляя именно агентскую проблему второго типа основной для изучения в рамках азиатского рынка.

Возникновение проблемы обусловлено, в первую очередь, значительной концентрацией собственности, свойственной компаниям в КНР (см. пункт 1.3. «Высококонцентрированная структура собственности»). Таким образом, складывается ситуация, в которой именно контролирующие акционеры, а не менеджеры компаний, занимают доминирующие позиции в управлении бизнесом [Jiang and Kim, 2015].

1.5. Доступность фондового рынка КНР для иностранных инвесторов

Китайский фондовый рынок представлен тремя биржами, расположенными на материковой части КНР – Шанхайской, Шэньчжэньской и Пекинской (mainland, onshore), и Гонконгской биржей (offshore). Стоит отметить, что фондовый рынок материкового Китая значительно отличается от Гонконгского как регулирующими органами, так и действующей нормативно-правовой базой.

Для исследования в силу размера, значимости, а также схожести институциональной среды и значительного потенциала для российских инвесторов были выбраны самые крупные старейшие Шанхайская (SSE) и Шэньчжэньская биржи (SZSE), основанные в 1990-м году, с капитализацией 6,7 трлн долларов¹⁵ и 4,5 трлн долларов по данным на май 2024-го года соответственно¹⁶. Обе биржи находятся под контролем CSRC - комиссии по регулированию ценных бумаг. Пекинская биржа является самой молодой и начала свою работу лишь в 2021 году, на данный момент на бирже в основном представлены компании малого и среднего бизнеса, сравнительно неизвестные¹⁷.

Капитализация Шанхайской биржи выросла в два раза с 2014 по 2018 год, что объясняется государственными реформами, упрощающими доступ нерезидентов к фондовому рынку. На данный момент на бирже размещены акции 2273 компаний, большая часть из которых, однако, государственные¹⁸. Компании, представленные на бирже, имеют довольно

¹⁵ Market Data. [Электронный ресурс] // Shanghai Stock Exchange – 2024 – Режим доступа: <https://english.sse.com.cn/>

¹⁶ Market Overview. [Электронный ресурс] // Shenzhen Stock Exchange – 2024 – Режим доступа: <https://www.szse.cn/English/>

¹⁷ Китайские фондовые биржи: как они устроены. [Электронный ресурс] // ГАЗПРОМБАНК ИНВЕСТИЦИИ – 29.05.2023 – Режим доступа: <https://gazprombank.investments/blog/market/chinese-stock-exchange/>

¹⁸ Market Data. [Электронный ресурс] // Shanghai Stock Exchange – 2024 – Режим доступа: <https://english.sse.com.cn/>

сбалансированное распределение по отраслям. Представлены эмитенты из производственного, добывающего, индустриального и прочих секторов.

Листинг Шанхайской биржи практически с момента ее основания был поделен на две категории (обусловлено это желанием правительства КНР привлечь финансирование в государственные компании без влияния иностранного капитала): акции группы А, номинированные в юанях и доступные к покупке исключительно для резидентов или институциональных инвесторов, которым удалось получить статус квалифицированного иностранного институционального инвестора (Qualified Foreign Institutional Investor, QFII – программа правительства КНР, запущенная в 2002 году, позволяющая иностранным инвесторам обрести прямой доступ к акциям «А», номинированным в юанях, котирующихся на Шанхайской или Шэньчжэньской фондовых биржах¹⁹); акции группы Б выпускаются в долларах США (USD), торгуются без ограничений, доступны нерезидентам КНР. Однако, некоторые послабления в довольно строгом разделении были достигнуты с вступлением в силу частичного объединения, получившего название Stock Bridge, в ноябре 2014 года. Благодаря нововведению, A-shares стали доступны и для иностранных инвесторов, тем не менее, некоторые квоты (ограничения дневного и общего оборота) всё же сохранились²⁰. График индекса Шанхайской биржи с момента открытия по настоящий момент представлен на Рис. 3.

¹⁹ Qualified Foreign Institutional Investor (QFII). [Электронный ресурс] // CFI – Режим доступа: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/career-map/sell-side/capital-markets/qualified-foreign-institutional-investor-qfii/>

²⁰ За какими индексами акций Китая нужно следить. [Электронный ресурс] // БКС ЭКСПРЕСС – 25.04.2022 – Режим доступа: <https://bcs-express.ru/novosti-i-analitika/za-kakimi-indeksami-aktsii-kitaia-nuzhno-sledit>



Рис. 3. График индекса Шанхайской биржи SSE Composite (000001)

Источник: TradingView²¹

Шэньчжэньская биржа, хотя и уступает Шанхайской по капитализации, несколько превышает последнюю по числу листингов – на май 2024 года на бирже свои акции разместили 2853 компании. Биржа получила неофициальное название «китайский NASDAQ» в силу преобладания среди эмитентов представителей компаний высокотехнологичного сектора, в том числе и ИТ²². Представленные компании, в основном, сравнительно небольшие, а также имеют значительную долю государственного участия в капитале. Акции, аналогично акциям, размещенным на Шанхайской бирже, подразделяются на два типа, однако торги ведутся в гонконгских долларах (HKD)²³. График индекса Шэньчжэньской биржи с 2019 года по настоящее время представлен на Рис. 4.

²¹ SSE. [Электронный ресурс] // TradingView – 2024 – Режим доступа: <https://www.tradingview.com/chart/?symbol=LSE%3ASSE>

²² Разворот за прибыль: как российским инвесторам торговать на фондовых биржах Китая [Электронный ресурс] // Forbes – 29.05.2022 – Режим доступа: <https://www.forbes.ru/mneniya/466669-razvorot-za-pribyl-u-kak-rossijskim-investoram-torgovat-na-fondovyh-birzah-kitaa>

²³ За какими индексами акций Китая нужно следить. [Электронный ресурс] // БКС ЭКСПРЕСС – 25.04.2022 – Режим доступа: <https://bcs-express.ru/novosti-i-analitika/za-kakimi-indeksami-aktsii-kitaia-nuzhno-sledit>



Рис. 4. Индекс Шэньчжэньской биржи — SZSE Component (399001)

Источник: Tradingview.com²⁴

Постепенное открытие фондового рынка КНР для иностранных инвесторов, безусловно, нашло отражение и на российском фондовом рынке. Так, 20 июня 2022 года «СПБ Биржа» открыла торги акциями компаний, размещенных на гонконгской бирже. По заявлениям директора биржи, вопрос о последующем выходе на Шанхайскую и Шэньчжэньскую биржи активно прорабатывается и уже в самое ближайшее время биржа сможет обеспечить российских инвесторов возможностью покупать акции старейших бирж материкового Китая напрямую²⁵.

Кроме того, российские инвесторы также могут воспользоваться стратегиями доверительного управления, предлагаемыми некоторыми управляющими компаниями. УК «Ингосстрах-Инвестиции» стала первой управляющей компанией в России, предложившей своим клиентам стратегии с доступом к активам, торгующимся на биржах материкового Китая. Заключение сделок на Шанхайской и Шэньчжэньской биржах стало возможным благодаря

²⁴ SZSE. [Электронный ресурс] // TradingView – 2024 – Режим доступа: <https://ru.tradingview.com/symbols/SZSE-399001/>

²⁵ Каковы особенности и риски китайского фондового рынка. [Электронный ресурс] // Ведомости – 03.07.2022 – Режим доступа: <https://www.vedomosti.ru/investments/articles/2022/07/03/929628-osobennosti-i-riski-kitaiskogo-rinka>

получению ей статуса квалифицированного институционального инвестора (QFII) и лицензии регулятора CSRC в феврале 2023 года²⁶.

Еще одним вариантом покупки китайских акций для российского инвестора может стать участие в ПИФах и биржевых фондах. Помимо услуг паевых инвестиционных фондов, как, например, созданного УК «РБ-Капитал», российским инвесторам доступны к покупке ETF на китайские индексы (8 для всех инвесторов без ограничений, а для квалифицированных инвесторов доступны к покупке ETF американских и европейских бирж).

Безусловно, на текущий момент доступ к покупке акций китайских компаний несколько затруднен для российского инвестора, тем не менее, очевидна положительная динамика в открытости китайского рынка. Кроме того, можно ожидать значительное увеличение количества компаний, обретающих статус QFII. А Санкт-Петербургская биржа намеревается ощутимо нарастить количество акций, доступных к покупке и продаже до 1000 в ближайшей перспективе²⁷.

1.6. Обзор эмпирических исследований, постановка гипотез

Волатильность цен акций, используемая в качестве зависимой переменной при построении регрессионных моделей, представляет значительный интерес для всех участников фондового рынка, а также регулирующих органов, так как является мерой риска, ассоциируемой с конкретной компанией, представленной на бирже. Использование волатильности акций в качестве показателя риска в рамках данного исследования предоставит заинтересованным лицам возможность подобрать оптимальную стратегию управления рисками, оптимизировать свои инвестиционные стратегии и в целом способствовать поддержанию стабильности финансовых рынков.

В ходе изучения релевантной литературы на тему взаимосвязи характеристик корпоративного управления и волатильности стоимости акций был выдвинут ряд гипотез для проведения исследования:

- 1) Ключевыми функциями совета директоров в компании является обеспечение принятия стратегических решений, направленных на максимизацию благосостояния акционеров

²⁶Первая управляющая компания из России получила доступ на биржи Китая. [Электронный ресурс] // Ведомости – 14.03.2023 – Режим доступа: <https://www.forbes.ru/investicii/486078-pervaa-upravlausaa-kompania-iz-rossii-polucila-dostup-na-birzi-kitaa?>

²⁷Как купить китайские акции? [Электронный ресурс] // Финанс – 06.10.2023 – Режим доступа: <https://www.finam.ru/publications/item/kak-kupit-kitayskie-aktsii-20230811-1652/?ysclid=1w6xdrnw3984434355#title1>

и содействие устойчивому росту фирмы, поддерживая высокие стандарты корпоративного управления.

Согласно агентской теории, между акционерами и руководством могут возникать конфликты интересов. С этой точки зрения, более крупный совет директоров может обладать более разнообразным опытом и точками зрения, что может способствовать улучшению контроля за действиями руководства и потенциально снизить склонность к риску. Схожей позиции придерживаются в своей работе [Lefebvre and Vieider, 2013], утверждая, что больший совет директоров лучше справляется с функцией мониторинга, снижая излишнее стремление менеджеров к риску, улучшая, тем самым, общую результативность компании.

С другой стороны, более многочисленные советы директоров также могут сталкиваться с проблемами координации действий и принятия решений, что приводит к замедлению реагирования, что может также потенциально сказаться на увеличении волатильности цен на акции. К аналогичному выводу приходит в своей работе [Jensen 1993], утверждая, что советы директоров крупных компаний менее эффективны в мониторинге действий менеджеров из-за трудностей в процессах коммуникации и принятия решений.

С точки зрения ресурсной теории можно говорить о том, что совет директоров предоставляет ценные ресурсы, включая консультации и доступ к ключевым внешним ресурсам, которые могут влиять на стратегическое направление и результаты деятельности фирмы [Pfeffer and Salancik, 1978]. В исследовании [Li M., & Zhang Y., 2015], посвященном выявлению взаимосвязи между характеристиками совета директоров и волатильностью цен акций компаний в КНР, подтверждается гипотеза о том, что размер совета директоров в значительной степени связан с волатильностью цен на акции. Аналогичные выводы наблюдаются также в работе [Cheng, 2008], исследовавшей выборку из 3000 компаний США в промежуток с 1996 по 2004 год.

Основываясь на теоретических основаниях и эмпирических выводах, которые предполагают, что состав и размер совета директоров могут существенно влиять на стратегические решения компании, ее поведение в отношении риска и, в конечном счете, на волатильность цен на акции, была выдвинута первая гипотеза:

H1: Существует отрицательная взаимосвязь между размером совета директоров компании и уровнем волатильности цен акций компании;

- 2) Концепция независимости совета директоров была основана на агентской теории в связи с необходимостью контроля деятельности агента принципалом. Независимый совет директоров способствует обеспечению более качественного мониторинга деятельности, благодаря наличию внешних директоров, не вовлеченных напрямую в деятельность организации. Таким образом, основываясь на теории управления (*stewardship theory*), независимые члены совета директоров с меньшей вероятностью будут склонны руководствоваться собственными интересами при принятии решений, отдавая предпочтение максимизации благосостояния лиц, их назначивших [La Porta et al., 1999].

Существует множество исследований, свидетельствующих о том, что независимые советы директоров являются эффективным механизмом корпоративного управления, снижающим риски [Bird et al., 2018; Pathan, 2009; Doku et. al., 2023], в то же время авторы [Huang & Wang, 2015; Sá et al., 2017; Zhang et al., 2018] наблюдали положительную взаимосвязь между независимостью совета директоров и волатильностью доходности акций.

В связи с вышеперечисленной информацией можем выдвинуть вторую гипотезу:

H2: Существует отрицательная взаимосвязь между долей независимых директоров в совете директоров и уровнем волатильности цен акций компании;

- 3) В качестве институциональных инвесторов могут выступать пенсионные фонды, инвестиционные банки, страховые или любые другие компании, которые инвестируют от лица своих участников²⁸. Эти фирмы могут быть хорошо осведомлены о компаниях, в которые они инвестируют, и могут иметь весомое влияние на принимаемые решения благодаря значительной процентной доле принадлежащих им акций.

Согласно агентской теории, институциональные инвесторы, обладающие значительным пакетом акций в компании, будут в значительной степени контролировать поведение менеджеров для обеспечения возврата собственных вложений и их приумножения [Monks and Minow, 1995; Shleifer and Vishny, 1997]. В недавних исследованиях авторы [Cheng et al., 2011], вопреки классическому восприятию роли институциональных инвесторов, находят подтверждение тому, что некоторые (однако не все) институциональные инвесторы могут быть заинтересованы

²⁸ Institutional Investor [Электронный ресурс] // CFI – Corporate Finance Institute - Режим доступа: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/career-map/sell-side/capital-markets/institutional-investor/>, свободный

в получении краткосрочной прибыли, что побуждает их к поощрению рискованного поведения менеджмента [Della Croce et al., 2011]. Кроме того, в 2010 году Европейский союз заявил, что мировой финансовый кризис подорвал доверие к институциональным инвесторам как к ответственным акционерам²⁹.

Таким образом, можно выдвинуть следующую гипотезу:

H3: Существует положительная взаимосвязь между долей акций компании, находящихся во владении институциональных инвесторов, и уровнем волатильности цен акций компании;

- 4) Исходя из предположения о том, что высококвалифицированный менеджмент способен повысить операционную эффективность предприятия, благодаря профессионализму в навыках стратегического планирования и управления рисками, можно заключить, что это также приведет к более стабильным и предсказуемым результатам деятельности компании. Эта стабильность, в свою очередь, потенциально найдет отражение в снижении волатильности цен на акции, поскольку рынок реагирует на предполагаемый меньший риск и большую предсказуемость будущих доходов и роста. К аналогичным выводам приходят исследователи [Bloom and Van Reenen, 2007; Tihanyi et al., 2014], опираясь также и на сигнальную теорию, с точки зрения того факта, что высокие навыки менеджмента потенциально являются сигналом для рынка, повышающем доверие со стороны стейкхолдеров.

На этом основании выдвинем следующую гипотезу:

H4: Существует отрицательная взаимосвязь между показателем качества управленческих практик менеджмента компании и уровнем волатильности цен акций компании;

- 5) Агентская теория обычно рассматривает конфликты интересов между акционерами и менеджерами. В контексте государственной собственности эти конфликты могут отличаться, поскольку государственные предприятия часто преследуют более широкие социально-экономические цели, а не сосредоточены исключительно на максимизации

²⁹ Transparency of institutional investors: European parliament resolution of 23 September 2008 with recommendations to the commission on transparency of institutional investors. [Электронный ресурс] // European Parliament – 2010 – Режим доступа: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/121212_company-law-corporate-governance-action-plan_en.pdf

прибыли. Такое расхождение в целях может повлиять на стратегию компании, ее склонность к риску и операционную эффективность, что потенциально может привести к иным моделям волатильности цен на акции по сравнению с частными фирмами [Shleifer and Vishny, 1994].

Наличие значительной доли государственной собственности может влиять на волатильность цен на акции, влияя на эффективность рынка и информационную асимметрию. На госпредприятия могут распространяться различные стандарты раскрытия информации и прозрачности, более того, информация от государственных предприятий может восприниматься рынком как более надежная, что влияет на скорость и интенсивность реакции цен акций на новую информацию.

Авторы [Megginson and Netter, 2001] в своем исследовании приходят к тому, что политические цели организаций иногда могут приводить к менее оптимальным экономическим результатам, влияя на восприятие компании инвесторами и волатильность акций. [Boubakri et al., 2005] заключили, что приватизация приводит к увеличению волатильности цен акций, из-за ожидания рынком стабилизирующего влияния на цены акций из-за предполагаемой государственной поддержки или других факторов.

H5: Тип собственности (факт значимого государственного присутствия) оказывает статистически значимое отрицательное влияние на уровень волатильности цен акций компании;

- 6) Позиция генерального директора сопряжена с обладанием информацией, относящейся к фирме, и распространение этой информации может усилить или ослабить участие совета директоров. Влиятельный генеральный директор может скрывать информацию и не допускать активного участия совета директоров в принятии решений. Кроме того, влиятельный генеральный директор может занимать одновременно должность генерального директора и председателя правления и предпочесть слабый совет директоров, который не оспаривает решения, принимаемые руководством.

Согласно с исследованием [Finkelstein and D'Aveni, 1994] такое совмещение позиций CEO и председателя совета директоров компании способствует укреплению позиций генерального директора за счет снижения способности совета директоров контролировать ситуацию. Это также может ограничить доступ к информации, передаваемой другим членам совета директоров, и ослабить независимый надзор за

деятельностью директоров [Adams, 2005]. Оба исследования связывают дуальную позицию CEO с повышенными риском.

Исходя из вышеперечисленных факторов, формулируем последнюю гипотезу исследования:

H6: Совмещение позиций генерального директора и председателя совета директоров оказывает статистически значимое положительное влияние на уровень волатильности цен акций компании.

1.7. Резюме по главе

В главе были рассмотрены основные теоретические предпосылки исследования, описаны особенности корпоративного управления в КНР, положение иностранных инвесторов на фондовом рынке КНР, а также сформулированы исследовательские гипотезы. Суммируя всё вышесказанное, гипотезы исследования имеют следующий вид:

H1: Существует отрицательная взаимосвязь между размером совета директоров компании и уровнем волатильности цен акций компании;

H2: Существует отрицательная взаимосвязь между долей независимых директоров в совете директоров и уровнем волатильности цен акций компании;

H3: Существует положительная взаимосвязь между долей акций компании, находящихся во владении институциональных инвесторов, и уровнем волатильности цен акций компании;

H4: Существует отрицательная взаимосвязь между показателем качества управленческих практик менеджмента компании и уровнем волатильности цен акций компании;

H5: Тип собственности (факт значимого государственного присутствия) оказывает статистически значимое отрицательное влияние на уровень волатильности цен акций компании;

H6: Совмещение позиций генерального директора и председателя совета директоров оказывает статистически значимое положительное влияние на уровень волатильности цен акций компании.

ГЛАВА 2. МЕТОДОЛОГИЯ ИССЛЕДОВАНИЯ

Данная глава содержит в себе описание процесса формирования выборки, переменных, необходимых для построения регрессионной модели для проверки гипотез, выдвинутых в предыдущей главе. По тексту главы также приводится описательная статистика для данных и результаты проверок.

2.1. Формирование выборки

Данные для формирования выборки были выгружены из базы данных Wind. В первоначальную выборку вошли данные по акциям 5119 компаний из различных отраслей (A+B shares) двух материковых китайских бирж: Шанхайской (Shanghai Stock Exchange, SSE) или Шэньчжэньской (Shenzhen Stock Exchange (SZSE, SHZ)). В качестве периода наблюдения был выбран промежуток времени с 2015 по 2022 год.

Компании, размещающие свои акции на вышеупомянутых биржах, обязаны удовлетворять таким финансовым требованиям, как, например, размер чистой прибыли и совокупного денежного потока от операционной деятельности, а также соблюдать законы и нормативные акты КНР, включая Закон о компаниях и Закон о ценных бумагах³⁰. Кроме того, к ним предъявляются особые требования, касающиеся и отчетности, связанной с корпоративным управлением.

После проведения описательной статистики данных выборка была очищена от выбросов. Выбросы по значениям зависимой и независимых переменных определялись методом межквартильного диапазона: таким образом, в очищенную выборку не попали значения, в 1,5 раза превышающие межквартильный размах, превышающий третий квартиль (Q3), или в 1,5 раза превышающие межквартильный размах, меньше первого квартиля (Q1). Итоговый объем выборки составил 4459 компаний. Компании, представленные в выборке, распределены по 18 отраслям. Наибольшее количество компаний (3007) приходится на производственную отрасль (Рис. 5), что составляет 67,4% от общей выборки. Кроме того, в силу возможных специфических отраслевых эффектов, выборка была также очищена от компаний финансового сектора.

³⁰ The substantial shareholding exemption. [Электронный ресурс] // Pinsent Masons – 2024 – Режим доступа: <https://www.pinsentmasons.com/out-law/guides/the-substantial-shareholding-exemption>

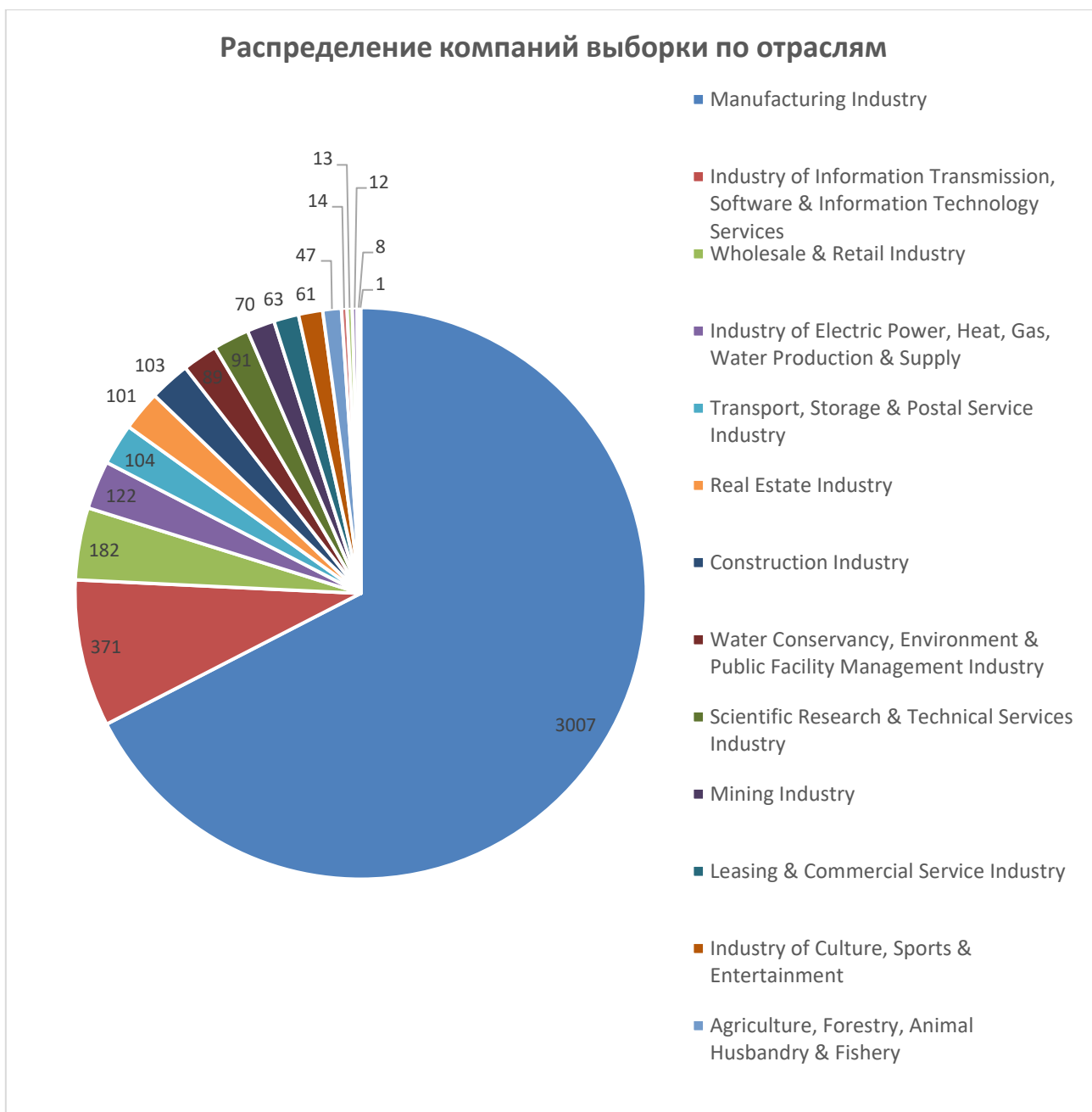


Рис. 5. Распределение компаний итоговой выборки по отраслям

Источник: Расчеты автора

2.2. Описание переменных и итоговой модели

В качестве **зависимой переменной** было принято решение использовать показатель $Stock_Ret_Vol_{it}$.

Показатель был рассчитан в 2 этапа: 1) Была произведена оценка среднемесячной доходности как натурального логарифма ежемесячных рядов цен на акции:

$$Stock\ Return_{it} = \ln \left(\frac{P_{it}}{P_{it-1}} \right)$$

2) Стандартное отклонение этого коэффициента, умноженное на квадратный корень из количества дней торговой активности (260 дней), дает годовую волатильность:

$$Stock\ Return\ Volatility_{it} = std \left(\ln \left(\frac{P_{it}}{P_{it-1}} \right) \right)$$

P_{it} – цена акции в момент t .

Распределение зависимой переменной по годам представлено на Рис. 6.

Данный показатель продемонстрировал свою полезность в многочисленных эмпирических исследованиях и встречается в таких работах, как, например, [Doku et al., 2023; Mathew et al., 2016; Pathan, 2009]. Использование волатильности в качестве меры риска дает ряд преимуществ при понимании и работе с рисками, а также инвестициями, с ними связанными: во-первых, показатель позволяет найти отражение рыночных настроений, своевременно отражая информацию, как исходящую из компании, так и влияющую на неё извне. Динамический характер показателя, позволяющий контролировать изменения в режиме реального времени особенно актуален для инвесторов и менеджеров при принятии обоснованных решений в быстро меняющейся рыночной среде. Помимо этого, стандартизированность показателя позволяет проводить сравнение показателей различных компаний, отраслей и периодов времени. Он предоставляет собой четкий и поддающийся количественной оценке способ оценки и сравнения рисков, связанных, в том числе, и с различными методами корпоративного управления.

Сравнивая данный показатель с другими способами оценки рисков, можно обратить внимание на следующее: Волатильность позволяет провести всестороннее представление рисков, в то время как, например, бета-оценка измеряет чувствительность акций к рыночным колебаниям, но не отражает специфический риск, характерный для компании. Волатильность, с другой стороны, включает в себя как общерыночные, так и специфические для компании риски. Показатель Value at Risk представляет собой точечную оценку и полезен для оценки потенциальных убытков за определенный период времени, но менее эффективен для учета непрерывной динамики рисков, отражающейся в ежедневных колебаниях цен на акции [Allen et al., 2022].

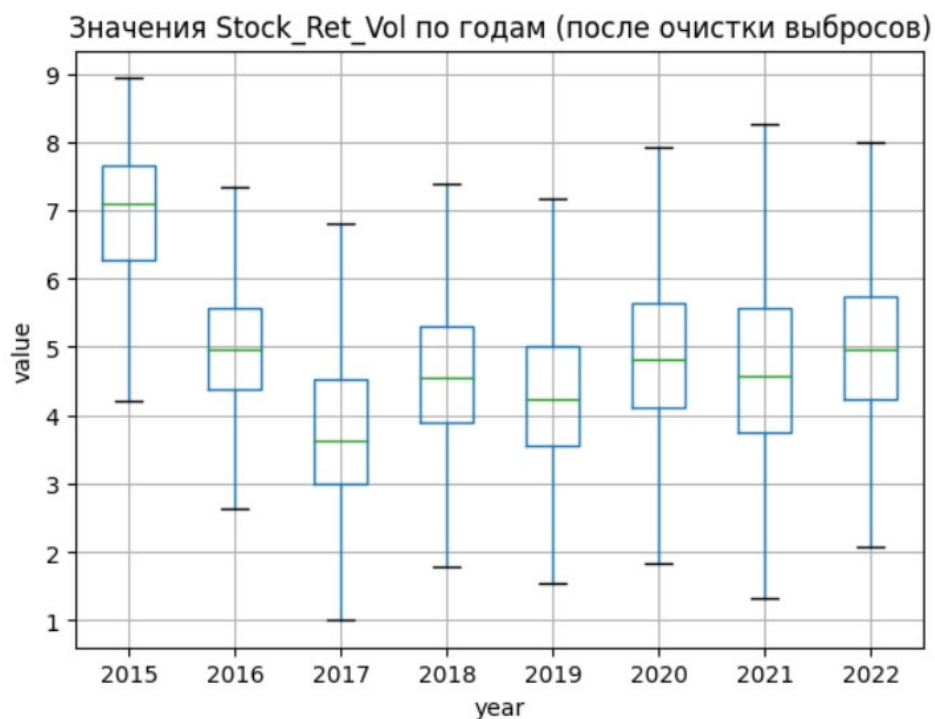


Рис. 6. Распределение зависимой переменной по годам

Источник: Расчеты автора

Таблица 5. Независимые и контрольные переменные

Переменная	Обозначение	Описание
Независимые переменные		
Размер совета директоров	No_Members_BD _{it}	Количество членов совета директоров компании <i>i</i> в момент времени <i>t</i>
Доля независимых директоров в совете директоров	Indep_Directors,% _{it}	Отношение количества независимых к общему количеству директоров в СД компании <i>i</i> в момент времени <i>t</i>
Доля акций компании, находящихся под владением институциональных инвесторов	Institutions,% _{it}	Количество акций компании <i>i</i> в момент времени <i>t</i> , принадлежащее институциональным инвесторам,

		выраженное в процентном соотношении
Менеджмент скор	MnP_Score_{it}	Показатель Management&Practices Score базы данных Wind, представляющий из себя средневзвешенную оценку по столбцам E, S и G для компании i в момент времени t
Двойственность генерального директора, дамми	$GM_Duality_{it}$	Генеральный директор компании i в момент времени t и председатель совета директоров – одно лицо: Значение 1 присваивается компаниям, в которых вышеуказанное правило соблюдается в период t , значение 0 – всем остальным.
SOE, государственное владение, дамми	SOE_{it}	Факт 20% присутствия государства в капитале компании i в момент времени t (доля акций, выделяемая в релевантных эмпирических исследования в качестве достаточной для эффективного контроля над фирмой [La Porta, Lopez-de-Silanes, and Shleifer, 1999]): Значение 1 присваивается компаниям, в которых доля акций государства составляла 20% и более

		в момент t, значение 0 – всем остальным.
Контрольные переменные		
Размер компании	Market_Cap _{it}	Натуральный логарифм рыночной капитализации компании i в момент времени t

Источник: Расчеты автора

Гистограммы распределения переменных представлены в Приложении 1 и Приложении 2.

2.3.. Итоговая модель

$$\begin{aligned}
 Stock_Ret_Volit_{it} &= \beta_0 + \beta_1 \times No_Members_BD_{it} + \beta_2 \times Indep_Directors, \%_{it} \\
 &+ \beta_3 \times Institutions, \%_{it} + \beta_4 \times MnP_Score_{it} + \beta_5 \times GM_Duality_{it} \\
 &+ \beta_6 \times SOE_{it} + \beta_7 \times Market_Cap_{it} + \varepsilon_{it}
 \end{aligned} \tag{1}$$

$$i = 1, \dots, N, t = 2015, \dots, 2022.$$

где $Stock_Ret_Volit_{it}$ – стандартное отклонение цен акций i;

$No_Members_BD_{it}$ – Количество членов СД компании i;

$Indep_Directors, \%_{it}$ – Доля независимых директоров в СД компании i;

$Institutions, \%_{it}$ – Доля акций компании, находящаяся во владении институциональных инвесторов i;

MnP_Score_{it} – Значение показателя Management & Practices score компании i;

$GM_Duality_{it}$ – Дамми-переменная на двойственную позицию генерального директора;

$Market_Cap_{it}$ – Рыночная капитализация компании i;

SOE_{it} – Дамми переменная на значительное присутствие государства в капитале i;

2.4. Описательная статистика

Следующим этапом работы стало построение описательной статистики для данных. В (Таблица 6) приведены результаты описательной статистики, дамми-переменные были опущены.

Из таблицы видно, что по переменной, отвечающей за рыночную капитализацию компании (Market_Cap), а также в зависимой переменной (Stock_Ret_Vol) и (Institutions,%)

наблюдаются значительные выбросы, которые были исключены из выборки на следующем шаге работы (Таблица 7).

Таблица 6. Описательная статистика переменных модели до удаления выбросов

Переменная	Количество наблюдений	Выборочное среднее	СКО	MIN	MAX
<i>Market Cap</i>	2.861e+04	1.487e+10	4.875e+10	1.020e+08	2.575e+12
<i>Indep Directors,%</i>	35 623	35.524	10.211	0	100
<i>MnP Score</i>	33 488	2.700	1.169	0	6.839
<i>Institutions,%</i>	28 501	36.899	23.986	0	323.835
<i>No Members BD</i>	39 952	7.180	3.127	0	18
<i>Stock Ret Vol</i>	2.858e+04	5.726e+00	6.612e+00	7.834e-07	2.837e+02

Источник: Расчеты автора

Таблица 7. Описательная статистика переменных модели после удаления выбросов

Переменная	Количество наблюдений	Выборочное среднее	СКО	MIN	MAX
<i>Market Cap</i>	2.320e+04	7.239e+09	5.392e+09	5.594e+08	2.257e+10
<i>Indep Directors,%</i>	23 204	37.663	5.386	14.285	80
<i>MnP Score</i>	23 204	2.714	1.042	0	6.671
<i>Institutions,%</i>	23 204	35.942	22.377	0	98.202
<i>No Members BD</i>	23 204	8.387	1.562	5	17
<i>Stock Ret Vol</i>	23 204	4.838	1.377	1,001	8.952

Источник: Расчеты автора

2.5. Проверка на мультиколлинеарность

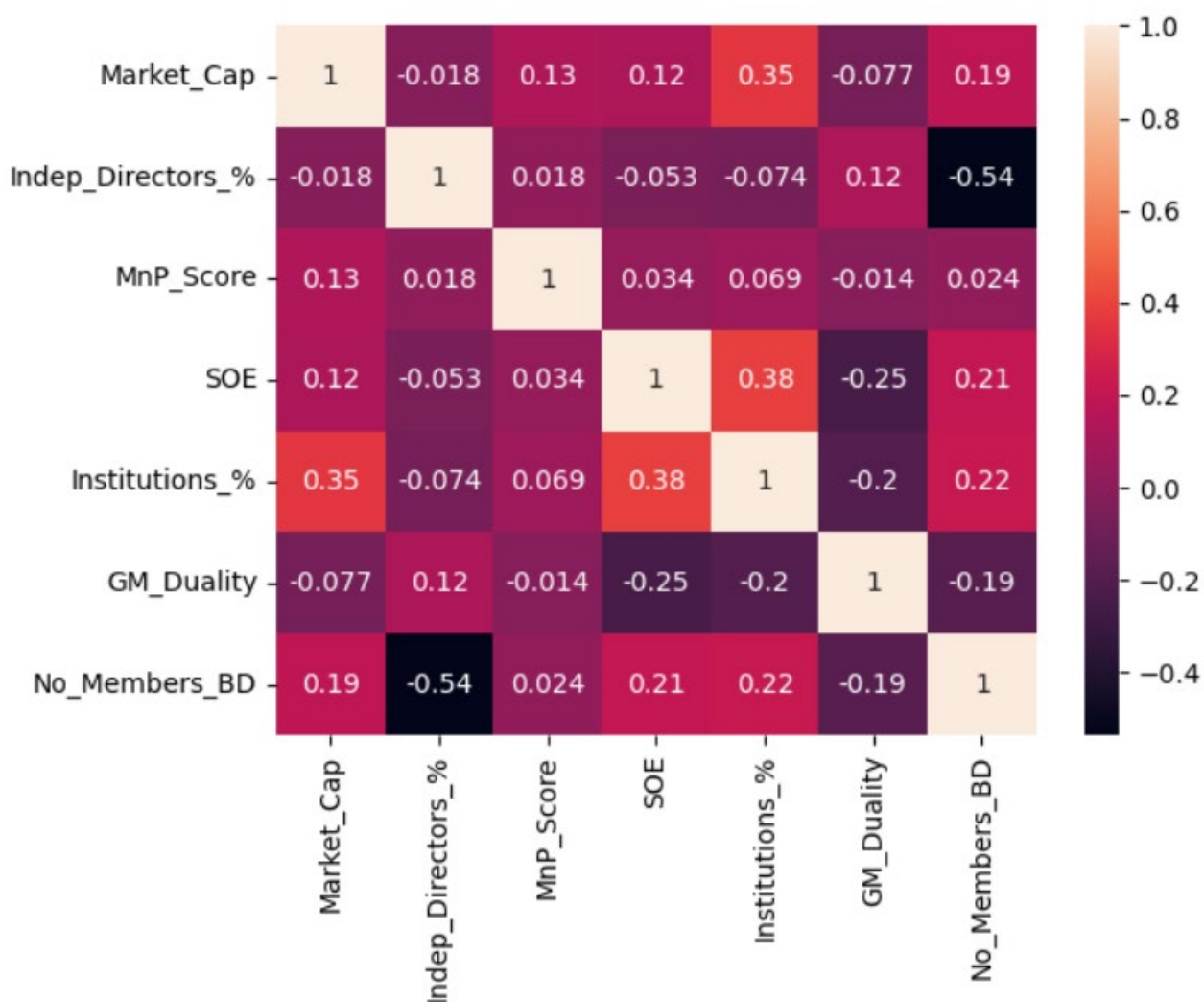


Рис.6. Корреляционная матрица

Источник: Расчеты автора

В результате проверки на корреляцию сильной корреляции между зависимыми переменными обнаружено не было, что говорит об отсутствии мультиколлинеарности.

Дополнительно также был проведен тест на мультиколлинеарность Vif, результаты приведены в Таблице 8. Значения не превышают 10, а потому можем говорить об отсутствии мультиколлинеарности между переменными.

Таблица 8. Результаты теста на мультиколлинеарность

Переменная	VIF
Market Cap	3,187
MnP Score	6,829
SOE	1,625

Institutions,%	4,683
GM Duality	1,476
No Members BD	8,271

Источник: Расчеты автора

ГЛАВА 3. РЕЗУЛЬТАТЫ ЭМПИРИЧЕСКОГО ИССЛЕДОВАНИЯ И ИХ ИНТЕРПРЕТАЦИЯ

3.1. Результаты построения регрессионных моделей

Таблица 9. Результаты построенной модели с фиксированными эффектами

	Parameter	P-value
log_Market_Cap	1.1203	0.0000
Indep_Directors_%	-0.0073	0.0287
MnP_Score	- 0.2729	0.0000
SOE	-0.2406	0.0000
Institutions_%	-0.0160	0.0000
GM_Duality	0.0450	0.0428
No_Members_BD	-0.0146	0.2862
No. Observations	23 204	
F-test for Poolability	2.3430	
R-squared	0.1513	
p-value	0.0000	

Источник: Расчеты автора

Анализируя результаты построенных моделей в ходе проведенного регрессионного анализа (см. Таблицу 9) можно прийти к нескольким важным для исследования выводам. Отметим, что на уровне значимости 5% модель значима в целом ($p\text{-value}(F) < 0.05$), как значимы и включенные фиксированные эффекты (F-test for Poolability).

Все коэффициенты, кроме *No_members_BD*, значимы, что говорит о том, что статистически значимой взаимосвязи между показателем, отражающим количество членов совета директоров компании, и волатильностью цен акций обнаружено не было. Гипотеза H1 не может быть принята. На основании этого факта было выдвинуто дополнительное предположение о том, что данная взаимосвязь носит не линейный, а квадратичный характер: с увеличением количества участников в совете директоров до определенного момента волатильность снижается, однако после прохождения этой точки увеличение количества

участников совета приводит к росту волатильности. Подтверждение приводят, например, авторы [Merz et al., 2020].

H1.1. Существует квадратичная зависимость между размером совета директоров компании и волатильностью цен ее акций.

Таблица 10. Проверка гипотезы о квадратичной зависимости коэффициента No_Members_BD

	Parameter	P-value
No_Members_BD_square	-0.0035	0.2843
No. Observations	23 204	
F-test for Poolability	1.5886	
R-squared	0.1513	
p-value	0.0000	

Источник: Расчеты автора

Таблица 10 демонстрирует результаты проверки гипотезы H1.1. Коэффициент не значим, а потому гипотеза о существовании квадратичной взаимосвязи также не может быть ни принята, ни опровергнута.

Статистически значимая отрицательная связь была выявлена между показателем *Indep_Directors,%*, отражающим долю независимых директоров в СД компании, и волатильностью цен акций. Данный факт подтверждает гипотезу H2.

Отрицательная статистически значимая связь показателя *Institutions,%*, свидетельствует о том, что гипотеза H3 не может быть принята.

Значимая связь была также выявлена между зависимой переменной и показателем *MnP_Score*. Учитывая отрицательный характер влияния принимается гипотеза H4.

С переменной *SOE* была обнаружена статистически значимая связь, носящая отрицательный характер, что является основанием для принятия гипотезы H5.

Значима оказалась и характеристика *GM_Duality* с положительным направлением взаимосвязи, что говорит о том, что двойственная позиция генерального директора сказывается на увеличении зависимой переменной. Таким образом, гипотеза H6 принимается.

Кроме того, была обнаружена положительная взаимосвязь между переменными *Market_Cap* и волатильностью акций компании.

Результаты тестирования гипотез представлены в Таблице 8.

Таблица 11. Результат тестирования гипотез

Гипотеза	Результат тестирования
<p>H1: Существует отрицательная взаимосвязь между размером совета директоров компании и уровнем волатильности цен акций компании;</p> <p>H1.1. Существует квадратичная зависимость между размером совета директоров компании и уровнем волатильности цен ее акций.</p>	Не принимается и не отвергается
<p>H2: Существует отрицательная взаимосвязь между долей независимых директоров в совете директоров и уровнем волатильности цен акций компании;</p>	Принимается
<p>H3: Существует положительная взаимосвязь между долей акций компании, находящихся во владении институциональных инвесторов, и уровнем волатильности цен акций компании;</p>	Отвергается
<p>H4: Существует отрицательная взаимосвязь между показателем качества управленческих практик менеджмента компании и уровнем волатильности цен акций компании;</p>	Принимается
<p>H5: Тип собственности (факт значимого государственного присутствия) оказывает статистически значимое отрицательное влияние на уровень волатильности цен акций компании;</p>	Принимается
<p>H6: Совмещение позиций генерального директора и председателя совета директоров оказывает статистически значимое положительное влияние на уровень волатильности цен акций компании.</p>	Принимается

В данном исследовании, нацеленном на выявление взаимосвязи между характеристиками корпоративного управления и волатильностью цен акций компаний на рынке КНР, было протестировано 6 основных гипотез. Результаты тестирования представляют собой основу для рекомендаций для тех групп стейкхолдеров, в интересах которых лежит смягчение негативных эффектов ввиду возможной волатильности акций.

Говоря о первой гипотезе о существовании взаимосвязи между размером совета директоров и волатильностью цен акций, не удалось ни принять, ни опровергнуть данную гипотезу. Отсутствие корреляции между размером совета директоров и волатильностью акций в китайских компаниях, несмотря на предыдущие исследования, предполагающие потенциальную U-образную или линейную взаимосвязь [Merz et al., 2020; Doku et al., 2023], позволяет предположить, что взаимосвязь между этими переменными может быть более

сложной и зависеть от сочетания институциональных, нормативных, рыночных и культурных факторов. Для полного понимания происходящей динамики необходимы дальнейшие исследования, специфичные для китайского контекста, с учетом этих уникальных аспектов. Так, на эффективность работы совета могут в большей степени влиять такие факторы, как его независимость, опыт и сфера занятости его участников (н-р, факт присутствия политических деятелей), а не его размер.

Была принята вторая гипотеза, утверждающая, что существует отрицательная взаимосвязь между долей независимых директоров в совете директоров и волатильностью цен акций компании. Результаты исследования соответствуют результатам, полученным другими исследователями, в которых подчеркивается роль усиленного мониторинга, совершенствования управления [Pathan, 2009], уменьшения информационной асимметрии, улучшения стратегий по управлению рисками [Klein, 2002]. Все эти факторы в совокупности способствуют созданию более стабильной и предсказуемой корпоративной среды, что, в свою очередь, снижает волатильность цен на акции, что может являться важным критерием при принятии решений участниками финансового рынка (например, частными и институциональными инвесторами).

Отвергая третью гипотезу, можно предположить, что отрицательная взаимосвязь между долей акций компании, находящихся во владении институциональных инвесторов, и волатильностью цен акций компании обусловлена тем, что институциональные инвесторы, как правило, имеют более широкие инвестиционные горизонты по сравнению с индивидуальными инвесторами. Они с меньшей вероятностью будут участвовать в краткосрочной торговле, что может сказаться на снижении волатильности цен на акции [Bushel and None, 2000]. Кроме того, [Gillan, Starks, 2000] обсуждают, как институциональные инвесторы, владеющие значительными долями, могут оказывать давление на руководство с целью внедрения более эффективных методов управления, которые могут снизить риски, присущие конкретной компании, и привести к снижению волатильности акций.

Подтверждение четвертой гипотезы является основанием для утверждения о том, что фирмы с более высоким качеством менеджмента и структурами управления демонстрируют более низкий уровень волатильности. Предсказуемость результатов, обусловленная сильным менеджментом, снижает неопределенность для инвесторов. К аналогичным выводам приходят и исследователи [Anderson et. al., 2004; Brown et. al., 2006]. Снижение уровня волатильности ввиду лучших практик может являться поводом для заинтересованных лиц, желающих минимизировать риски, связанные с волатильностью, при изучении профиля компании при

обращаться к рейтингам и рэнкигам, оценивающим качество менеджмента в конкретной компании.

Факт значимого государственного присутствия, согласно результатам проведенного исследования, оказывает статистически значимое отрицательное влияние на волатильность цен акций компании. Это может быть обусловлено спецификой поведения участников финансового рынка: инвесторы могут воспринимать государственные компании или компании, поддерживаемые государством, как более безопасные для инвестиций из-за вероятности государственного вмешательства в периоды финансовых трудностей. Это повышение доверия может привести к более стабильным ценам на акции. Гипотеза подтверждается авторами, изучающими, как европейский рынок [Borisova et al., 2012], так и специфический азиатский [Chen et. al., 2009].

Принимается также и шестая гипотеза, утверждающая, что двойственность генерального директора оказывает статистически значимое положительное влияние на волатильность цен акций компании. Как и ожидалось, такая концентрация власти может привести к ряду проблем, которые могут увеличить волатильность цен на акции компании. Сниженная эффективность процесса принятия решений способна привести к резким стратегическим изменениям и непредсказуемым корпоративным действиям, что отражается на волатильности цен на акции [Goyal et al., 2001].

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Целью данного исследования было выявлении и анализе взаимосвязи между характеристиками корпоративного управления и волатильностью цен акций компаний на рынке КНР. Для достижения поставленной цели был выдвинут ряд задач, которые были решены в ходе проведения исследования.

В частности, были проверены шесть гипотез, связанных с размером и составом совета директоров, структурой собственности, качеством методов управления и ролью генерального директора в компании. Исследования подчеркивает важную роль корпоративного управления как инструмента влияния на волатильность цен акций компании. Ключевые выводы включают стабилизирующий эффект наличия независимых директоров и институциональных инвесторов, а также государственного участия; важность высококачественных методов и практик управления, а также негативное влияние двойственности генерального директора на стабильность акций.

Основываясь на результатах этого исследования, можно сформулировать несколько рекомендаций для двух групп заинтересованных сторон:

1) Инвесторы

Институциональным и индивидуальным инвесторам, которые ориентируются на компании с более низкой волатильностью, можно опираться на качество характеристик корпоративного управления как на основание при принятии решений. Компании с более высокой долей независимых директоров и разделением функций генерального директора и председателя правления будут демонстрировать меньшую волатильность цен на акции. Кроме того, полезно также изучать ESG рейтинги и рэнкиги, позволяющие оценить качество практик корпоративного управления, принятых в компании.

2) Топ-менеджмент

Повышение независимости совета директоров: увеличение доли независимых директоров в СД для обеспечения эффективного надзора и снижения управленческих рисков. Это может помочь стабилизировать цены на акции за счет внедрения более эффективных методов управления.

Уточнение ролей и обязанностей во избежание двойственности роли генерального директора. Такое разделение ролей генерального директора и председателя правления может усилить систему сдержек и противовесов, улучшить процессы принятия решений и снизить волатильность.

Инвестиции в повышение качества управления - постоянное развитие методов управления. Предоставление ресурсов менеджерам для повышения квалификации может привести к более последовательному и эффективному руководству, что, в свою очередь, может стабилизировать показатели акций.

3) Регулирующие органы

Китайские регулирующие органы, такие как Комиссия по регулированию ценных бумаг Китая (CSRC), могут использовать полученные результаты для разработки и применения политик, способствующих совершенствованию практик корпоративного управления, обеспечивая тем самым стабильность рынка.

Применяя эти рекомендации, заинтересованные стороны могут способствовать созданию более стабильной и предсказуемой инвестиционной среды и общему оздоровлению финансового рынка.

СПИСОК ИСПОЛЬЗУЕМЫХ ИСТОЧНИКОВ

- 1) Aastrad J., R&D investments and employment decisions as a function of enterprise size and regional population density before and during COVID-19// Front Res Metr Anal. – 2023, URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/model-otkrytyh-innovatsiy-v-kontekste-traditsionnyh-otrasley/viewer>
- 2) Adams, K. The Sources of Innovation and Creativity. National Center on Education and the Economy (NJ1), 2005
- 3) Allen, Franklin and Cai, Junhui and Gu, Xian and Qian, Jun and Zhao, Linda and Zhu, Wu, Centralization or Decentralization? The Evolution of State-Ownership in China // SSRN: – 2022, URL: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4283197>
- 4) April Klein, Audit committee, board of director characteristics, and earnings management, Journal of Accounting and Economics, Volume 33, Issue 3, 2002, p375-400, ISSN 0165-4101, URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0165410102000599>
- 5) Bird, R., Huang, P., & Lu, Y. Board independence and the variability of firm performance: Evidence from an exogenous regulatory shock. Australian Journal of Management, 2018, 43(1), p3–26
- 6) Borisova, Ginka and Brockman, Paul and Salas, Jesus M. and Zagorchev, Andrey and Zagorchev, Andrey, Government Ownership and Corporate Governance: Evidence from the EU. Finance and Corporate Governance Conference 2010 Paper, Journal of Banking and Finance 36, 2012, p2917-2934, URL: <https://ssrn.com/abstract=1533854>
- 7) Boubakri, Narjess & Cosset, Jean-Claude & Fischer, Klaus & Guedhami, Omrane. "Privatization and bank performance in developing countries," Journal of Banking & Finance, Elsevier, vol. 29(8-9), 2005, p2015-2041
- 8) Corporate Governance of Listed Companies in China: Self-Assessment by the China Securities
- 9) Das, D. K. Corporate governance and restructuring: A post-crisis Asian perspective. *The Asia Pacific Journal of Economics and Business*, 2001, 5(1), p4–25, 147
- 10) Della Croce et al., The Role of Pension Funds in Financing Green Growth Initiatives, 2011
- 11) Dinh, Cynthia & Calabrò, Andrea. Asian Family Firms through Corporate Governance and Institutions: A Systematic Review of the Literature and Agenda for Future Research: Asian Family Firms. *International Journal of Management Reviews*. 21. 10.1111/ijmr.12176, 2018

- 12) Doku, J. N., Abdul-Razak Borowa, H., Mohammed, I., & Attah-Botchwey, E. Impact of corporate board size and board independence on stock returns volatility in Ghana. *Cogent Business & Management*, 2023, 10(2), URL: <https://doi.org/10.1080/23311975.2023.2204597>
- 13) European Parliament, Transparency of institutional investors: European parliament resolution of 23 September 2008 with recommendations to the commission on transparency of institutional investors, 2010, URL: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/121212_company-law-corporate-governance-action-plan_en.pdf
- 14) Fahad S, Bajwa AA, Nazir U, Anjum SA, Farooq A, Zohaib A, Sadia S, Nasim W, Adkins S, Saud S, Ihsan MZ, Alharby H, Wu C, Wang D, Huang J. Crop Production under Drought and Heat Stress: Plant Responses and Management Options. *Front Plant Sci*. 2017
- 15) Filatotchev, I., Zhang, X. and Piesse, J. Multiple agency perspective, family control, and private information abuse in an emerging economy. *Asia Pacific Journal of Management*, 2011, 28, p69–93
- 16) Finkelstein, S. and D’aveni, R.A. CEO Duality as a Double-Edged Sword: How Boards of Directors Balance Entrenchment Avoidance and Unity of Command. *Academy of Management Journal*, 37, 1994, 1079-1108, URL: <http://dx.doi.org/10.2307/256667>
- 17) Franks, J., Mayer, C., Volpin, P. and Wagner, H.F. The life cycle of family ownership: international evidence. *Review of Financial Studies*, 2012, 25, p1675–1712
- 18) Fuxiu Jiang, Kenneth A Kim, *Corporate Governance in China: A. Review of Finance*, Oxford Press, 2020, Volume 24, Issue 4, p733–772, URL: <https://doi.org/10.1093/rof/rfaa012>
- 19) Fuxiu Jiang, Kenneth A Kim, *Corporate Governance in China: A. Review of Finance*, Oxford Press, 2020, rfaa012 - Volume 24, Issue 4, p733–772, URL: <https://doi.org/10.1093/rof/>
- 20) Fuxiu Jiang, Kenneth A. Kim, *Corporate governance in China: A modern perspective*, *Journal of Corporate Finance*, Volume 32, 2015, p190-216, ISSN 0929-1199, URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0929119914001266>
- 21) G20/OECD Principles of Corporate Governance 2023, OECD, OECD Publishing – Paris, 2023, URL: <https://doi.org/10.1787/ed750b30-en>
- 22) GDP Growth – China. World Bank national accounts data, and OECD National Accounts data files, URL: <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG?end=2000&locations=CN&start=1980&view=chart>

- 23) Globerman, S., Peng, M., & Shapiro, D. Corporate governance and Asian companies. *Asia Pacific Journal of Management*, 2011, 28(1), p1–14, URL: <https://doi.org/10.1007/s10490-010-9240-6>
- 24) Gongmeng Chen, Michael Firth, Liping Xu, Does the type of ownership control matter? Evidence from China's listed companies, *Journal of Banking & Finance*, Volume 33, Issue 1, 2009, p171-181, ISSN 0378-4266, URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0378426607004244>
- 25) Goyal, V.K. and Park, C.W. Board Leadership Structure and CEO Turnover. *Journal of Corporate Finance*, 2002, 8, p49-66, URL: [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(01\)00028-1](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(01)00028-1)
- 26) Goyal, Vidhan & Park, Chul. Board Leadership Structure and CEO Turnover. *Journal of Corporate Finance*, 2001, 8, p49-66. 10.1016/S0929-1199(01)00028-1
- 27) Institutional Investor. CFI – Corporate Finance Institute, URL: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/career-map/sell-side/capital-markets/institutional-investor/>
- 28) Jensen M., Meckling H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure//*Journal of Financial Economics*, 1976, v.4, p305-360
- 29) Jensen, M., The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. *The Journal of Finance*, 1993, 48, p831-880, URL: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1993.tb04022.x>
- 30) Johnson, S., Boone, P., A., & Friedman, E. Corporate governance in the Asian financial crisis. *Journal of Financial Economics*, 2000, 58(1—2), p141-186
- 31) La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., and Shleifer, A.: Corporate ownership around the world, *Journal of Finance* 54, 1999, p471–517
- 32) Lawrence D. Brown, Marcus L. Caylor, Corporate governance and firm valuation, *Journal of Accounting and Public Policy*, 2006, Volume 25, Issue 4, p409-434, ISSN 0278-4254, URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0278425406000482>
- 33) Lefebvre, M., & Vieider, F. M. Reining in excessive risk-taking by executives: The effect of accountability. *Theory and Decision*, 2013, 75(4), p497–517, URL: <https://doi.org/10.1007/s11238-012-9335-2>
- 34) Li, H., Meng, L. and Zhang, J. Why do entrepreneurs enter politics? Evidence from China. *Economic Inquiry*, 44, 2006, p559–578

- 35) Li, W. X., Zhang, D., & Zhou, B. C. Research on the Influencing Factors of Capital Market Financing Efficiency of Strategic Emerging Industries—Empirical Data from A-Share Market. *Commercial Accounting*, No. 23, 2015, p28-29
- 36) Liang, N., & Useem, M. Profiles of Corporate Governance in Leading Countries: China. In *The Handbook of International Corporate Governance: A Definitive Guide* (2nd Revised edition) (Vol. 6). Kogan Page Ltd, 2009
- 37) Lin T., Corporate Governance in China: Recent Developments, Key Problems, and Solutions//*Journal of Accounting and Corporate Governance*, Vol. 1, 2004, p1-23
- 38) Luo, X., Chung, C.N. and Sobczak, M. How do corporate governance model differences affect foreign direct investment in emerging economies? *Journal of International Business Studies*, 40, 2013, p444–467
- 39) Luo, Y., Huang, Y. and Wang, S.L. Guanxi and Organizational Performance: A Meta-Analysis. *Management and Organization Review*, 8, 2012, p139-172. URL: <http://dx.doi.org/10.1111/j.1740-8784.2011.00273.x>
- 40) Market Data. Shanghai Stock Exchange, 2024, URL: <https://english.sse.com.cn/>
- 41) Market Overview. Shenzhen Stock Exchange, 2024, URL: <https://www.szse.cn/English/>
- 42) Mathew S., Ibrahim S. and Archbold S. Boards attributes that increase firm risk – evidence from UK. Emerald Group Publishing Limited, Vol 16, 2016, p233-258
- 43) Mathew S., James N. Doku, Haruna Abdul-Razak Borowa, Issah Mohammed & Edward Attah-Botchwey. Impact of corporate board size and board independence on stock returns volatility in Ghana, *Cogent Business & Management*, 2023, 10:2, 2204597, DOI: 10.1080/23311975.2023.2204597
- 44) Megginson, William, L., and Jeffrey M. Netter. "From State to Market: A Survey of Empirical Studies on Privatization." *Journal of Economic Literature*, 39 (2), 2001, p321-389
- 45) Merz, Alexander and Trabert, Sebastian, Board Size, Firm Type, and Stock Return Volatility, 2020, URL: <https://ssrn.com/abstract=3549906>
- 46) Monks, R., & Minow, N. *Corporate Governance*. New York: Blackwell Publishers, 1995
- 47) Mulyadi, M., Anwar, Y. Analyzing Corporate Governance Disclosures in Type II Agency Problems in Indonesia. In: Aksoy, T., Hacıoglu, U. (eds) *Auditing Ecosystem and Strategic Accounting in the Digital Era. Contributions to Finance and Accounting*. Springer, Cham, 2021, URL: https://doi.org/10.1007/978-3-030-72628-7_9

- 48) Nicholas Bloom, John Van Reenen. Measuring and Explaining Management Practices Across Firms and Countries Get access Arrow, *The Quarterly Journal of Economics*, Volume 122, Issue 4, 2007, p1351–1408, <https://doi.org/10.1162/qjec.2007.122.4.1351>
- 49) North, D.C. *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*. Cambridge: Cambridge University Press, 1990
- 50) Pathan. S., “Strong boards, CEO power and bank risk-taking”, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 33 No. 7, 2009, p1346-1350
- 51) Peng, M.W. and Jiang, Y. Institutions behind family ownership and control in large firms. *Journal of Management Studies*, 47, 2010, p253–273
- 52) Pfeffer and Salancik, *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective*, 1978
- 53) Qualified Foreign Institutional Investor (QFII). CFI, URL: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/career-map/sell-side/capital-markets/qualified-foreign-institutional-investor-qfii/>
- 54) Regulatory Commission. OECD Publishing, 2011, URL: <https://dx.doi.org/10.1787/9789264119208-en>
- 55) Ronald C. Anderson, Sattar A. Mansi, David M. Reeb, Board characteristics, accounting report integrity, and the cost of debt, *Journal of Accounting and Economics*, Volume 37, Issue 3, 2004, p315-342, ISSN 0165-4101, URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0165410104000394>
- 56) Shams Pathan, Strong boards, CEO power and bank risk-taking, *Journal of Banking & Finance*, Volume 33, Issue 7, 2009, p1340-1350, ISSN 0378-4266, URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0378426609000247>
- 57) Shleifer, A., & Vishny, R. W. A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 1997, p737. URL: <https://doi.org/10.2307/2329497>
- 58) Shleifer, A., & Vishny, R. W. Politicians and Firms. *The Quarterly Journal of Economics*, 109(4), 1994, p995-1025, URL: <https://doi.org/10.2307/2118354>
- 59) Shleifer, Andrei, and Robert W Vishny. “Large Shareholders and Corporate Control.” *Journal of Political Economy* 94 (3), 1986, p461-488
- 60) SSE. TradingView, 2024, URL: <https://ru.tradingview.com/symbols/SZSE-399001/>
- 61) Stuart L. Gillan, Laura T. Starks, Corporate governance proposals and shareholder activism: the role of institutional investors, *Journal of Financial Economics*, Volume 57, Issue 2, 2000,

p275-305, ISSN 0304-405X, URL:
<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X00000581>

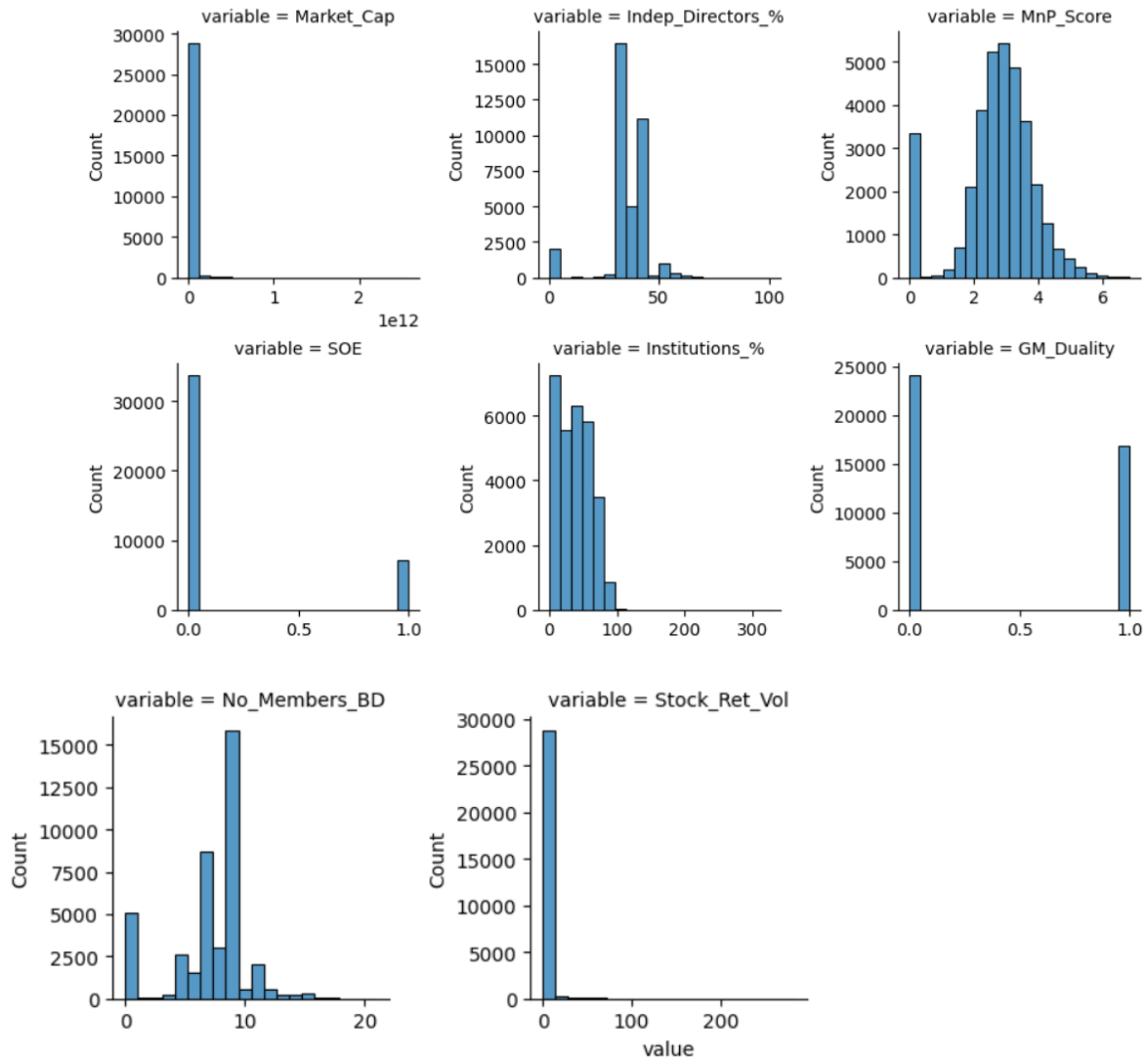
- 62) SZSE. TradingView, 2024, URL: <https://ru.tradingview.com/symbols/SZSE-399001/>
- 63) Tang, Y., Ye, S. and Zhou, J. Political connections, legal environment, and corporate valuation in Chinese public family firms. *The Chinese Economy*, 46, 2013, p32–49
- 64) The substantial shareholding exemption. Pinsent Masons, 2024, URL: <https://www.pinsentmasons.com/out-law/guides/the-substantial-shareholding-exemption>
- 65) Tihanyi, L., Graffin, S., & George, G. Rethinking Governance in Management Research. *Academy of Management Journal*, 57(6), 2014, p1535-1543. URL: <https://doi.org/10.5465/amj.2014.4006>
- 66) Transparency of institutional investors: European parliament resolution of 23 September 2008 with recommendations to the commission on transparency of institutional investors. European Parliament, 2010, URL: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/121212_company-law-corporate-governance-action-plan_en.pdf
- 67) Wee and Combe, An Integrative Perspective on Guanxi: Dispelling Myths to Facilitate Business in China, *Global Business and Organizational Excellence*, Volume 34, Issue 1 p. 51-66, 2014
- 68) Williamson, O.E. *The Economic Institutions of Capitalism*. The Free Press, New York, 1985
- 69) Williamson, O.E. The new institutional economics: taking stock, looking ahead. *Journal of Economic Literature*, 38, 2000, p595–613
- 70) Zhang, Liyuan & Gu, Lingkun & Ringler, Patricia & Smith, Stanley & Rushton, Paul & Shen, Qingxi, 2015
- 71) За какими индексами акций Китая нужно следить. БКС ЭКСПРЕСС, 2022, URL: <https://bcs-express.ru/novosti-i-analitika/za-kakimi-indeksami-aktsii-kitaia-nuzhno-sledit>
- 72) Как купить китайские акции? // Финанс – 2023, URL: <https://www.finam.ru/publications/item/kak-kupit-kitayskie-aktsii-20230811-1652/?ysclid=lw6xdrnw3984434355#title1>
- 73) Каковы особенности и риски китайского фондового рынка // Сетевое издание «Ведомости» – 2022, URL: <https://www.vedomosti.ru/investments/articles/2022/07/03/929628-osobennosti-i-riski-kitaiskogo-rinka>

- 74) Китайские фондовые биржи: как они устроены // Газпромбанк Инвестиции – 2023, URL: <https://gazprombank.investments/blog/market/chinese-stock-exchange/>
- 75) Материалы лекций курса «Корпоративное управление», Смирнов М. В. Лекции по курсу «Корпоративное управление», 2023
- 76) Первая управляющая компания из России получила доступ на биржи Китая // Сетевое издание «Forbes.ru». – 2023, URL: <https://www.forbes.ru/investicii/486078-pervaa-upravlausaa-kompania-iz-rossii-polucila-dostup-na-birzi-kitaa>
- 77) Россия сближается с Китаем. Что это значит для инвесторов // БКС Экспресс – 2023, URL: <https://bcs-express.ru/novosti-i-analitika/rossiia-sblizhaetsia-s-kitaem-chto-eto-znachit-dlia-investorov>
- 78) Ты мне – я тебе: гуанси и коррупция // Антикоррупционный портал НИУ ВШЭ – 2020, URL: https://anticor.hse.ru/main/news_page/ty_mne_ya_tebe_guansi_i_korruptsiya

ПРИЛОЖЕНИЯ

Приложение 1. Гистограммы распределения переменных: исходная выборка

Гистограммы для всех столбцов



Приложение 2. Гистограммы распределения переменных: итоговая выборка

Гистограммы для всех столбцов после удаления выбросов

