УПРАВЛЕНЕЦ 2021. Том 12. № 4

DOI: 10.29141/2218-5003-2021-12-4-1
JEL Classification: M14, G30, G32

Качество корпоративного управления и рыночная капитализация российских компаний: эмпирический анализ

И.И. Смотрицкая[1], Н.Д. Фролова[1]
[1] Институт экономики РАН, г. Москва, РФ

Аннотация. Одним из основных критериев эффективности деятельности корпораций, размещающих акции на фондовом рынке, является рыночная капитализация. Среди факторов, воздействующих на рыночную стоимость компании, существенное место занимает качество корпоративного управления. Статья посвящена оценке влияния качества корпоративного управления на рыночную капитализацию российских компаний. Методологическую базу исследования составили агентская теория фирмы, институциональная теория и концепция корпоративного управления. Использование метода эконометрического моделирования позволило выделить 12 композитных факторов, характеризующих качество корпоративного управления, и оценить влияние отдельных элементов института корпоративного управления на капитализацию компаний. Выборку исследования составили 75 компаний, акции которых торгуются на Московской бирже. Период исследования охватывает 2011–2017 гг. Доказано статистически значимое влияние факторов, характеризующих качество дивидендной политики и политики корпоративной социальной ответственности, на показатели капитализации компаний. Не установлено значимого влияния на эти показатели факторов, отражающих качество раскрытия информации. Не подтвердилось также предположение о положительном влиянии качества деятельности органов управления и контроля на показатели рыночной капитализации российских компаний. Результаты работы могут представлять интерес для исследователей института корпоративного управления, представителей акционеров крупных компаний, органов государственного управления, заинтересованных в комплексной оценке качества корпоративного управления для совершенствования институциональной среды и практики государственного регулирования.

Ключевые слова: корпоративное управление; качество управления; капитализация; метод главных компонент; эмпирический анализ.

Дата поступления статьи: 8 июня 2021 г.

Ссылка для цитирования: Смотрицкая И.И., Фролова Н.Д. (2021). Качество корпоративного управления и рыночная капитализация российских компаний: эмпирический анализ // Управленец. Т. 12, №4. С. 2–15. DOI: 10.29141/2218-5003-2021-12-4-1.

The corporate governance quality and market capitalization of Russian companies: An empirical analysis

Irina I. Smotritskaya[1], Nadezhda D. Frolova[1]
[1] Institute of Economics of the Russian Academy of Sciences, Moscow, Russia

Abstract. Market capitalization is one of the main criteria for evaluating the effectiveness of management in publicly traded corporations. In the aggregate of factors affecting the market value, the quality of corporate governance is of special importance. The article assesses the impact of the corporate governance quality on the market capitalization of Russian companies. Agency theory, institutional theory and the concept of corporate governance constitute the methodological basis of the research. The research methods include econometric modeling, which allowed identifying 12 composite factors that characterize the quality of corporate governance, and assessing the impact of individual elements of the corporate governance institute on market capitalization. The study sample includes 75 companies whose shares are traded on the Moscow Stock Exchange; the research timeframe is from 2011 to 2017. The results statistically prove that the factors characterizing the quality of the dividend policy and the corporate social responsibility policy have a significant effect on market capitalization indicators. No significant influence of factors characterizing the quality of information disclosure has been established. We have also rejected the assumption that the performance of administration and control bodies exerted a positive effect on market capitalization of Russian companies. The research findings may be of interest to researchers investigating the institute of corporate governance, as well as to representatives of large companies' shareholders, and public authorities interested in a comprehensive assessment of the quality of corporate governance to improve the existing institutional environment and the practice of state regulation.

Keywords: corporate governance; quality of governance; capitalization; principal component analysis; empirical analysis.

Paper submitted: June 8, 2021

For citation: Smotritskaya I.I., Frolova N.D. (2021). The corporate governance quality and market capitalization of Russian companies: An empirical analysis. *Upravlenets – The Manager*, vol. 12, no. 4, pp. 2–15. DOI: 10.29141/2218-5003-2021-12-4-1.

ВВЕДЕНИЕ

В последние десятилетия значимость корпораций возрастает как на национальном, так и на глобальном уровне: выручка отдельных российских акционерных компаний сопоставима с объемом ВВП ряда стран. Новые социальные и экономические вызовы, связанные с последствиями мировой пандемии, требуют фокусирования на внутренних факторах развития, обеспечивающих повышение эффективности и положительную динамику рыночной стоимости корпораций. В совокупности факторов, влияющих на рыночную стоимость, значительное место занимает качество корпоративного управления.

Теоретические и эмпирические исследования этого явления можно разделить на два основных направления.

В рамках первого направления обсуждается широкий круг вопросов, связанных с акционерной собственностью и решением классической агентской проблемы «принципал – агент», а также с конфликтом «принципал – принципал» [Estwick, 2016; Анкудинов, Батаева, 2021] и необходимостью защиты внешних инвесторов от «экспроприации» со стороны инсайдеров и крупных акционеров (блокхолдеров) [La Porta, Lopez-De-Silanes, Shleifer, Vishny, 2000]. В работах российских авторов качество корпоративного управления рассматривается во взаимосвязи со сложившейся структурой собственности [Капелюшников, 2006; Долгопятова, 2016; Капелюшников, 2000], организацией корпоративного контроля [Долгопятова, 2001], эволюцией институциональной среды корпоративного управления [Радыгин, Энтов, 1999; Энтов и др., 2006; Дуляк, 2015; Орехова, Кудин, 2019].

Второе направление связано с обобщением практического опыта внедрения институциональных норм корпоративного управления, эконометрическими исследованиями влияния отдельных показателей и структурных элементов этого института на эффективность деятельности компаний. Значительное число эмпирических работ ориентировано на построение различного рода рейтингов, ранжирующих компании по уровню и качеству корпоративного управления [Benvenuto et al., 2021, Turrent, Ariza, 2016; Shinu, Manipadma, 2021]. Однако рейтинговый подход в данной сфере не позволяет сформировать объективные суждения ввиду ограниченности выбора элементов и характеристик, применяемых для построения исследовательских моделей.

Цель нашего исследования – изучение проблемы влияния института корпоративного управления на рыночную капитализацию публичных компаний. В основе исследовательской работы лежит гипотеза о наличии положительной взаимосвязи между качеством корпоративного управления и капитализацией российских листинговых компаний.

Для реализации данной цели поставлена задача разработки соответствующих измерителей качества корпоративного управления. При решении этой задачи использовался комплексный подход к оценке института корпоративного управления [Смотрицкая и др., 2021], реализация которого обеспечивалась:

- наличием базы данных Российского института директоров (РИД), сформированной в рамках регулярно проводимого с 2004 г. мониторинга практики корпоративного управления в российских компаниях;
- применением метода главных компонент (МГК), который позволяет агрегировать множество показателей, характеризующих ключевые элементы указанного института, для получения системы измеряемых факторов качества корпоративного управления.

ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЕ ПОДХОДЫ К ИЗМЕРЕНИЮ КАЧЕСТВА КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ

Прежде всего кратко остановимся на наиболее распространенном в мировой практике рейтинговом подходе к измерению качества корпоративного управления. Авторы обзора рейтингов, используемых для оценки качества корпоративного управления в США, Великобритании, Канаде, Корее, Бангладеш, отмечают, что при построении этих рейтингов оценивается соответствие корпоративной системы компании лучшим практикам, закрепленным в кодексах корпоративного управления и нормативных правовых документах различного уровням [Rahman, Khatun, 2017]. Выводы о качестве корпоративного управления могут основываться и на анализе рейтинговых показателей, которые характеризуют ключевые структурные элементы (например, особенности совета директоров [Waweru, 2014; Barucci, Falini, 2005]) с позиций их соответствия требованиям кодекса корпоративного управления.

К настоящему времени сформировался достаточно представительный пласт российских исследований, основанных на рейтинговом подходе к оценке качества корпоративного управления. Краткий обзор общепризнанных рейтингов (индексов) в этой сфере, ранжирующих российские компании, представлен в работе Л.Н. Левановой [2017].

Между тем широко используемый рейтинговый подход не обеспечивает достоверности оценки, так как при построении рейтингов, как правило, суммируются значения отдельных показателей, а также используются экспертные оценки для определения веса (вклада) отдельных показателей в общее значение итогового измерителя. Очевидно, что субъективный характер этих оценок неизбежно ведет к существенным погрешностям в оценке влияния института корпоративного управления на результаты деятельности компаний. К выводу о несовершенстве рейтингового подхода как инструмента оценки качества корпоративного управления приходят и современные американские исследователи [Bhagat et al., 2008].

УПРАВЛЕНЕЦ 2021. Том 12. № 4

Разделяя это мнение, мы пытаемся ответить на вопрос о том, как максимально объективно измерить качество корпоративного управления. Одним из эффективных подходов к разработке соответствующих статистически обоснованных измерителей ряд специалистов признает факторный анализ с применением метода главных компонент.

В одном из исследований на основании 39 исходных показателей для выборки из 1 487 компаний получено 14 индексов корпоративного управления (главных компонент). Согласно выводу авторов, классические показатели, используемые в институциональных рейтинговых службах, обладают «весьма скромной способностью» объяснять изменения отдельных финансовых результатов деятельности компаний [Larcker, Richardson, Tuna, 2007].

В рамках другой попытки использования МГК на базе 7 переменных, которые характеризуют корпоративное управление 68 представленных на фондовой бирже компаний (2011 г.), построено 3 индекса корпоративного управления (3 главные компоненты – «частные рейтинги»). На основании полученных «частных рейтингов» с учетом дисперсии каждого из них рассчитан итоговый («глобальный») рейтинг корпоративного управления для каждой из компаний выборки. Однако регрессионный анализ не выявил значимой взаимосвязи между рейтингами и показателями эффективности деятельности компаний [Gherghina, 2015]. Можно предположить, что исходная база данных, состоящая всего из 7 переменных, оказалась недостаточной для характеристики всех элементов института корпоративного управления.

По нашему мнению, ограниченность рейтингового подхода преодолена в совместном проекте Института экономики Российской академии наук (ИЭ РАН) и Российского института директоров (РИД), посвященном оценке влияния института корпоративного управления на показатели деятельности 30 крупнейших российских компаний и соответствующие индикаторы экономического роста [Смотрицкая и др., 2021]. В рамках этого проекта на основе использования методов многомерного статистического анализа выделены 8 композитных факторов, характеризующих структурные элементы института корпоративного управления. Однако для оценки эффективности результатов экономической деятельности не использовались индикаторы рыночной стоимости компаний.

ВЛИЯНИЕ КАЧЕСТВА КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ НА РЫНОЧНУЮ КАПИТАЛИЗАЦИЮ КОМПАНИЙ

Для публичных компаний, размещающих акции на фондовом рынке, одним из важнейших индикаторов качества корпоративного управления выступает рыночная капитализация (market capitalization) – стоимость компании, рассчитанная на основе текущей рыночной (биржевой) цены.

В зарубежной экономической литературе наблюдается значительный интерес к проблематике качества корпоративного управления в развивающихся странах. В ряде работ анализируется его влияние на рыночную стоимость компаний. Так, это влияние рассмотрено на примере индийских компаний, котирующихся на Бомбейской фондовой бирже. Индикаторами качества корпоративного управления выступили отдельные характеристики совета директоров, а результаты регрессионного анализа позволили сделать вывод о существовании положительной связи между показателями разнообразия советов директоров и рыночной капитализацией [Kataria, Deep, 2020]. Противоположная точка зрения представлена автором, обнаружившим опосредованную отрицательную зависимость между отдельными компонентами, характеризующими корпоративное управление (например, высокой концентрацией собственности), и капитализацией во вьетнамских компаниях [Vo, 2015].

Отечественные исследователи также уделяют значительное внимание указанной проблематике. Так, ими рассмотрено влияние внедрения стандартов корпоративного управления на капитализацию 100 крупнейших российских компаний в период 2001–2005 гг. [Наливайский, Шишикина, Цой, 2007]. По итогам регрессионного анализа данных сделан вывод о прямой зависимости между качеством корпоративного управления и рыночной капитализацией, наличием тенденции к росту положительной зависимости в исследуемый период. Этот вывод подтверждается и результатами исследования деятельности 22 публичных акционерных обществ в период с 2015 по 2017 г. [Полуяхтова, 2018].

Возрастание значимости социальных аспектов деятельности корпораций обусловливает интерес к вопросам влияния фактора корпоративной социальной ответственности (КСО) на рыночную капитализацию компаний [Ткаченко, Раменская, 2016]. Основой проведенного авторами анализа послужила база данных о 12 публичных акционерных обществах, активно реализующих проекты КСО в 2010–2014 гг. Выдвинутая в исследовании гипотеза о положительной взаимосвязи между объемом социальных инвестиций и капитализацией компаний подтвердилась частично: обнаружена взаимосвязь между затратами компании на реализацию проектов КСО в отношении персонала, но не выявлено связи расходов на экологию и благотворительность с динамикой рыночной стоимости компаний.

МЕТОДЫ И ИНСТРУМЕНТАРИЙ ИССЛЕДОВАНИЯ

В соответствии с логикой и задачей исследования для эмпирической оценки влияния элементов института корпоративного управления на рыночную капитализацию российских компаний были проведены:

1) факторный анализ с применением метода главных компонент;

2) регрессионный анализ с использованием объединенной модели панельных данных (Pooled model).

МГК позволяет с помощью линейной комбинации статистически наблюдаемых переменных (при минимально возможной потере информации) рассчитать главные компоненты, или композитные факторы. При этом на основании скрытых взаимосвязей можно определить весовую функцию каждого показателя в композитном факторе и сформировать структуру этого фактора. Таким образом, МГК дает возможность «количественно определить нечто, непосредственно не измеряемое, исходя из нескольких доступных измерению переменных» [Наследов, 2013, с. 257]. Применительно к нашему исследованию это качество корпоративного управления. Высокая эффективность данного метода, позволяющего получить обоснованные выводы, подтверждается его популярностью как среди отечественных [Шаклеина, Мидов, 2019; Гайнанов, Закиева, 2020], так и среди зарубежных исследователей [Sdrakas, Viguie, 2003; Huh, Park, 2019].

Для количественного определения взаимосвязей между полученными с помощью МГК композитными факторами (характеризующими качество различных элементов института корпоративного управления) и показателем рыночной капитализации компаний проведен регрессионный анализ.

ФАКТОРЫ, ХАРАКТЕРИЗУЮЩИЕ КАЧЕСТВО КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ РОССИЙСКИХ ПУБЛИЧНЫХ КОМПАНИЙ

В выборку исследования вошли 75 публичных компаний различных отраслей экономики, торгующих акциями на Московской бирже (табл. 1), которые являются объектами многолетних исследований РИД. Период исследования – 2011–2017 гг.

За указанный период РИД провел исследования в 2011, 2014 и 2017 гг. (с 2011 г. их периодичность – раз в три года). С учетом полученных результатов сформирована база данных из 76 характеризующих институт корпоративного управления исходных показателей, которые сгруппированы в 4 раздела:

1) обеспечение прав акционеров;
2) деятельность органов управления и контроля;
3) раскрытие информации;
4) корпоративная социальная ответственность.

С целью оценки качества корпоративного управления для каждого из перечисленных разделов с помощью МГК рассчитаны композитные факторы (главные компоненты),

Обеспечение прав акционеров. К данному разделу относятся 20 показателей. Для расчета композитных факторов (главных компонент), характеризующих этот раздел, было использовано 4,5 тыс. наблюдений и в результате получены 4 главные компоненты с собственным значением более единицы, объясняющие в совокупности 45,84 % дисперсии исходных данных.

Таблица 1 – Исследовательская выборка в разбивке по отраслям
Table 1 – Companies of the research sample categorized by type of industry

Направление деятельности (отрасль)	Количество компаний, ед.	Доля в выборке, %
Машиностроение	6	8,0
Уголь и металлургия	11	14,7
Электроэнергетика	15	20,0
Банки и финансовые учреждения	5	6,7
Нефть и нефтегазовая промышленность	8	10,7
Транспорт	5	6,7
Оптовая и розничная торговля	4	5,3
Химия и нефтехимия	6	8,0
Пищевая промышленность	4	5,3
Строительство и управление недвижимостью	5	6,7
Телекоммуникации, связь и информационные технологии	4	5,3
Промышленность драгоценных металлов и алмазов	2	2,7
Итого	*75*	*100,0*

Составлено по: РИД (2015). Исследование практики корпоративного управления в России: сравнительный анализ по итогам 2004–2014 гг. http://rid.ru/wp-content/uploads/2016/05/2015_Исследование-РИД-2004-2014_итог.pdf.

Первая компонента, объясняющая наибольший процент дисперсии (21,02 %), включает переменные, отражающие качество внешнего аудита: «ротация внешних аудиторов по российским стандартам бухгалтерской отчетности (РСБУ)», «назначение внешнего аудитора» и «ротация внешних аудиторов по международным стандартам финансовой отчетности (МСФО)». Весовая функция для данной компоненты представлена в табл. 2.

Таблица 2 – Весовая функция для показателей композитного фактора «Внешний контроль» (f_1)
Table 2 – Weight function for indicators of the composite factor "External control" (f_1)

Исходные переменные	Удельный вес, %
Ротация внешних аудиторов по РСБУ	23,87
Назначение внешнего аудитора	22,40
Ротация внешних аудиторов по МСФО	21,69
Размещение на сайте материалов к ОСА	16,41
Закрепление необходимости привлечения независимого оценщика в случаях, помимо предусмотренных законодательством	15,64

Представленные в табл. 2–13 показатели рассчитаны на основе данных, полученных в рамках совместного проекта РИД и ИЭ РАН [Смотрицкая и др., 2021].

Примечание. Здесь и далее для удобства интерпретации полученных композитных факторов корпоративного управления в соответствующих таблицах весов используются только те показатели, веса которых превышают уровень 9 %. При этом веса показателей, включенных в таблицы, рассматриваются в нормированном виде (сумма весов равна 100 %).

УПРАВЛЕНЕЦ 2021. Том 12. № 4

Проведение качественного внешнего аудита является гарантией предоставления акционерам хозяйствующего общества достоверной финансовой информации для принятия взвешенных инвестиционных решений. Качество аудита в соответствии с методикой РИД оценивается по принадлежности аудиторской компании к «большой четверке», а также по положению аудитора в рейтинге «Эксперт РА». Помимо достоверности финансовой информации, существенную роль с точки зрения защиты прав акционеров имеет аспект своевременности ее предоставления, характеризуемый переменной «размещение на сайте материалов к ОСА» (ОСА – общее собрание акционеров), которая также вошла в первую компоненту. В этой компоненте наименьший вес из существенных показателей (с точки зрения интерпретации) имеет «закрепление необходимости привлечения независимого оценщика в случаях, помимо предусмотренных законодательством». Независимая оценка активов или акций, являющихся предметом сделки, может проводиться не только в предусмотренных законодательством случаях, что способствует снижению рисков финансовых потерь акционеров.

Обобщая изложенное, можно сделать вывод о том, что в первую компоненту вошли показатели, свидетельствующие о возможности привлечения внешних инструментов для обеспечения надлежащего уровня контроля за деятельностью фирмы в целях защиты интересов собственников. Это позволило обозначить компоненту как «Внешний контроль».

Важнейшим правом акционеров является право на получение дохода. Соответственно, в базе данных РИД целый комплекс показателей связан с выплатой дивидендов. Две из четырех полученных в результате применения МГК компонент иллюстрируют особенности дивидендной политики компаний.

Во вторую компоненту вошли показатели, характеризующие вопросы регламентации дивидендной политики, ее нормативное регулирование посредством внутренних документов компании. Третья компонента отражает фактически осуществляемые выплаты акционерам. В соответствии с экономическим содержанием эти компоненты были определены как «Дивидендная политика» и «Фактические дивидендные выплаты». Весовые функции для данных компонент представлена в табл. 3, 4.

Таблица 3 – Весовая функция для показателей композитного фактора «Дивидендная политика» (f_2)
Table 3 – Weight function for indicators of the composite factor "Dividend policy" (f_2)

Исходные переменные	Удельный вес, %
Закрепление минимальной доли чистой прибыли для выплаты дивидендов	38,78
Закрепление чистой прибыли, из которой выплачиваются дивиденды	35,36
Наличие дивидендной политики	25,86

Таблица 4 – Весовая функция для показателей композитного фактора «Фактические дивидендные выплаты» (f_3)
Table 4 – Weight function for indicators of the composite factor "Real dividend payments" (f_3)

Исходные переменные	Удельный вес, %
Дивидендная история	51,99
Дивиденды по обыкновенным акциям	48,01

В состав четвертой компоненты вошли переменные «независимость регистратора», «закрепление проведения тендера» и «концентрация прав собственности» (табл. 5).

Таблица 5 – Весовая функция для показателей композитного фактора «Закрепление прав собственности» (f_4)
Table 5 – Weight function for indicators of the composite factor "Consolidation of property rights" (f_4)

Исходные переменные	Удельный вес, %
Независимость регистратора	–37,21
Закрепление проведения тендера	32,77
Концентрация прав собственности	–30,03

Регистратор ведет реестр владельцев акций акционерного общества, его независимость гарантирует эффективность учета прав собственности акционеров, исключение несанкционированного отчуждения прав собственности, возможность для акционеров оперативно распоряжаться своими ценными бумагами. Федеральным законом от 2 июля 2013 г. № 142-ФЗ «О внесении изменений в подраздел 3 раздела I части первой Гражданского кодекса Российской Федерации» установлено требование передачи реестров акционерных обществ на обслуживание регистраторам, т. е. юридическим лицам, имеющим соответствующую лицензию. Дополнительных требований о независимости регистратора законодательством не предусмотрено. Логично было бы ожидать, что независимость регистратора служит дополнительной гарантией защиты прав собственности акционеров, однако в соответствии с результатами статистических расчетов данная переменная вносит отрицательный вклад в полученную главную компоненту. Таким образом, на практике получается, что увеличение значения соответствующего показателя снижает общее значение компоненты. Возможно, этот факт обусловлен тем, что привлечение зависимого регистратора позволяет акционерному обществу снизить издержки за счет законодательного регулирования деятельности регистраторов как профессиональных участников рынка ценных бумаг.

Положительный вклад в четвертую компоненту вносит переменная «Закрепление проведения тендера» – она характеризует механизм регулирования конкурсного отбора поставщиков товаров и услуг. За-

крепление внутренними нормативными документами процедуры такого отбора способствует повышению эффективности использования ресурсов, а также препятствует возникновению ситуаций, при которых топ-менеджмент может прибегнуть к злоупотреблению полномочиями.

Третья переменная – «Концентрация прав собственности» – отражает наличие в компании контролирующего акционера или группы взаимосвязанных акционеров, которому принадлежит 75 % и более обыкновенных акций. Такая высокая концентрация собственности приводит к единоличному управлению компанией контролирующим акционером (группой акционеров), что нарушает права миноритарных акционеров. Очевидно, что более высокое значение данной переменной негативно отражается на итоговом значении четвертой компоненты, которая в соответствии с экономическим содержанием формирующих ее переменных названа авторами «Закрепление прав собственности».

Деятельность органов управления и контроля. Этот раздел характеризуется самым большим количеством показателей: в исследовательскую выборку вошли 33 переменные, расчет композитных факторов осуществлен на основании 7 425 наблюдений, в результате получено 4 главные компоненты, объясняющие в совокупности 50,23 % дисперсии исходных данных.

Первая компонента раздела с дисперсией, равной 29,14 %, включает показатели, которые по содержательному признаку можно разделить на 3 группы: управление рисками, качество работы совета директоров и качество работы исполнительных органов.

Управление рисками характеризуется наличием нормативно-методологической базы риск-менеджмента и внутреннего подразделения управления рисками. Нормативно-методологическая база включает политики и стандарты управления рисками, карту рисков, реестр рисков и т. д. Деятельность внутреннего подразделения управления рисками включает регулярную оценку рисков, определение уровня толерантности к ним, разработку процедур, снижающих уровень риска, а также процедур по предотвращению убытков в случае реализации рисков. Данные показатели имеют существенный вес в полученной компоненте: 16,52 и 14,33 % соответственно.

Качество работы совета директоров определяется такими компонентами, как страхование ответственности членов совета директоров, возможность повышения квалификации членов совета директоров, оценка работы совета директоров. Из них наибольший вес в компоненте имеет страхование ответственности членов совета директоров – 16,34 %. Этот значимый показатель принципиально меняет распределение рисков, обусловленных решениями совета директоров. Действительно, пока нет страхования ответственности, директор может ничего не бояться – никто не будет подавать на него в суд, ведь его личное имущество слишком скромное, чтобы компенсировать убытки акционеров. Зато при наличии страховки у директора появляются гораздо более серьезные стимулы не совершать ошибок, поскольку его капитал тоже может пострадать при негативном исходе. Отметим, что значение показателя «оценка работы совета директоров» определяется экспертами РИД не по формальному принципу, а на основе информации о фактическом проведении оценки, результаты которой, как правило, раскрываются в годовом отчете компаний.

Качество работы исполнительных органов характеризуют следующие показатели: наличие кадрового резерва для замещения ключевых должностных лиц и зависимость вознаграждения менеджмента от результатов деятельности общества. Формирование кадрового резерва направлено на снижение рисков утраты управляемости компании в случае ухода генерального директора или другого ключевого руководителя. Внедрение показателей эффективности для расчета размера вознаграждений менеджмента, а также их привязка к долгосрочным результатам должны обеспечить заинтересованность менеджмента в достижении поставленных перед компанией целей.

Рассмотренные показатели в целом свидетельствуют о качестве работы органов управления и контроля, что определило название полученной компоненты. Ее структура представлена в табл. 6.

Таблица 6 – Весовая функция для показателей композитного фактора «Качество работы органов управления и контроля» (f_5)
Table 6 – Weight function for indicators of the composite factor "Performance of administration and control bodies" (f_5)

Исходные переменные	Удельный вес, %
Наличие нормативно-методологической базы риск-менеджмента	16,52
Страхование ответственности членов совета директоров	16,34
Наличие внутреннего подразделения управления рисками	14,33
Наличие кадрового резерва для замещения ключевых должностных лиц	14,30
Зависимость вознаграждения менеджмента от результатов деятельности общества	13,30
Наличие возможности повышения квалификации членов совета директоров	13,12
Оценка работы совета директоров	12,09

Вторая и третья главные компоненты раздела базы данных РИД «Деятельность органов управления и контроля» (с дисперсией 8,82 и 6,22 % соответственно) характеризуют деятельность комитетов совета дирек-

УПРАВЛЕНЕЦ 2021. Том 12. № 4

торов по кадрам и вознаграждениям и по аудиту. Целью комитета по кадрам и вознаграждениям является формирование эффективной и прозрачной системы мотивации менеджмента, разработки принципов преемственности менеджмента. Комитет по аудиту обеспечивает эффективность контроля за финансово-хозяйственной деятельностью компании. Структура данных компонент представлена в табл. 7, 8.

Таблица 7 – Весовая функция для показателей композитного фактора «Комитет по кадрам и вознаграждениям» (f_6)
Table 7 – Weight function for indicators of the composite factor "HR and Remuneration Committee" (f_6)

Исходные переменные	Удельный вес, %
Наличие комитета по кадрам и вознаграждениям (ККиВ)	26,11
Регламентация работы ККиВ	24,92
Статус председателя ККиВ	24,59
Состав ККиВ	24,38

Таблица 8 – Весовая функция для показателей композитного фактора «Комитет по аудиту» (f_7)
Table 8 – Weight function for indicators of the composite factor "Audit Committee" (f_7)

Исходные переменные	Удельный вес, %
Создание комитета по аудиту (КА)	21,58
Председатель КА	20,97
Регламентация работы КА	20,88
Наличие вознаграждения членов СД	18,67
Состав КА	17,91

Примечание. В структуре композитного фактора присутствует показатель, не относящийся к деятельности комитета по аудиту, – наличие вознаграждения членов СД, однако он не определяет в целом содержание компоненты из-за недостаточного удельного веса.

Четвертая компонента данного раздела «Служба внутреннего контроля» (табл. 9) по своему содержанию дополняет компоненту «Комитет по аудиту», поскольку внутренний аудит выступает в роли инструмента для комитета по аудиту, позволяя оценить систему внутреннего контроля и управления рисками.

Таблица 9 – Весовая функция для показателей композитного фактора «Служба внутреннего контроля» (f_8)
Table 9 – Weight function for indicators of the composite factor "Internal Control Service" (f_8)

Исходные переменные	Удельный вес, %
Наличие службы внутреннего аудита (СВА)	34,66
Полномочия руководителя СВА	33,98
Наличие коллегиального исполнительного органа	31,36

Раскрытие информации. Из 14 показателей данного раздела с помощью МГК были получены 2 главные компоненты, объясняющие в совокупности 40,97 % дисперсии исходных данных. Первая компонента объясняет 27,13 % изменчивости исходных данных и характеризует раскрытие компаниями отчетности по МСФО. Вторая компонента характеризует доступность иной значимой корпоративной информации. К корпоративным документам в данном случае относятся кодекс корпоративного управления компании, стратегия развития, информация о структуре акционерного капитала.

Весовые функции для показателей соответствующих композитных факторов представлены в табл. 10, 11.

Таблица 10 – Весовая функция для показателей композитного фактора «Раскрытие финансовой отчетности» (f_9)
Table 10 – Weight function for indicators of the composite factor "Financial statements disclosure" (f_9)

Исходные переменные	Удельный вес, %
Раскрытие годовой отчетности по МСФО и аудиторского заключения	33,43
Раскрытие годовой отчетности по МСФО к годовому общему собранию акционеров	33,29
Раскрытие промежуточной отчетности по МСФО	33,28

Таблица 11 – Весовая функция для показателей композитного фактора «Доступность иной значимой корпоративной информации» (f_{10})
Table 11 – Weight function for indicators of the composite factor "Availability of other significant corporate information" (f_{10})

Исходные переменные	Удельный вес, %
Раскрытие корпоративных документов	29,20
Англоязычная версия сайта	27,79
Дополнительная информация в годовом отчете	23,51
Наличие положения об информационной политике	19,51

Корпоративная социальная ответственность. В данный раздел входят 9 показателей, однако выполненные расчеты позволили выделить 2 главные компоненты, определяемые пятью исходными показателями с совокупной дисперсией 64,18 %. Первая компонента характеризует закрепление принципов корпоративной социальной ответственности (КСО), которой придерживается компания, вторая – непосредственно реализацию проектов КСО. Структура данных компонент представлена в табл. 12, 13.

Таблица 12 – Весовая функция для показателей композитного фактора «Наличие политик КСО» (f_{11})
Table 12 – Weight function for indicators of the composite factor "Availability of CSR policies" (f_{11})

Исходные переменные	Удельный вес, %
Наличие политики КСО в отношении местных сообществ	35,07
Наличие политики КСО в отношении благотворительной и спонсорской деятельности	34,19
Наличие политики КСО в отношении клиентов и контрагентов	30,74

Таблица 13 – Весовая функция для показателей композитного фактора «Реализация проектов КСО» (f_{12})
Table 13 – Weight function for indicators of the composite factor "CSR projects realization" (f_{12})

Исходные переменные	Удельный вес, %
Наличие реализованных проектов КСО для населения по месту деятельности компании	50,81
Наличие реализованных проектов КСО для сотрудников компании и/или членов их семей	49,19

Резюмируя результаты данного этапа исследования, можно сделать вывод о том, что расчеты, выполненные на основании 76 исходных показателей, которые характеризуют 4 раздела базы данных РИД для 75 публичных компаний в период их деятельности с 2011 по 2017 г., позволили «сжать информационный массив» и решить поставленную задачу по разработке измерителей качества корпоративного управления. Авторами получено 12 композитных факторов (главных компонент), характеризующих качество корпоративного управления компаний (табл. 14).

Таблица 14 – Факторы корпоративного управления
Table 14 – Corporate governance factors

Раздел базы данных РИД	Композитные факторы корпоративного управления	Обозначение
Обеспечение прав акционеров	Внешний контроль	f_1
	Дивидендная политика	f_2
	Фактические дивидендные выплаты	f_3
	Закрепление прав собственности	f_4
Деятельность органов управления и контроля	Качество работы органов управления и контроля	f_5
	Комитет по кадрам и вознаграждениям	f_6
	Комитет по аудиту	f_7
	Служба внутреннего контроля	f_8

Окончание табл. 14
Table 14 (concluded)

Раздел базы данных РИД	Композитные факторы корпоративного управления	Обозначение
Раскрытие информации	Раскрытие финансовой отчетности	f_9
	Доступность иной значимой корпоративной информации	f_{10}
Корпоративная социальная ответственность	Наличие политик КСО	f_{11}
	Реализация проектов КСО	f_{12}

РЕЗУЛЬТАТЫ ИССЛЕДОВАНИЯ

Расчеты описательной статистики подтверждают однородность выборки и отсутствие мультиколлинеарности факторов корпоративного управления. Для проверки гипотезы о положительном влиянии качества корпоративного управления на рыночную капитализацию исследуемых российских компаний проведен регрессионный анализ. В качестве зависимых переменных использовано значение капитализации компаний – произведение общего числа выпущенных акций на рыночную стоимость одной акции, рассчитанное на последний день рассматриваемого периода. Влияние факторов корпоративного управления на капитализацию может быть отложенным во времени, поэтому в рамках данного исследования в качестве зависимых переменных используются показатели, отражающие значение капитализации в зависимости от периода времени: CAP_1 – на конец года наблюдений; CAP_2 – на конец второго квартала года, следующего за годом наблюдений; CAP_3 – на конец года с учетом временного лага в 3 года.

Выбор зависимых переменных обусловлен следующим: CAP_1 отражает рыночную оценку стоимости компании на конец года; CAP_2 учитывает реакцию стейкхолдеров на информацию, полученную по итогам общего собрания акционеров, и на официально опубликованную отчетность компании; CAP_3 дает возможность проследить отложенные эффекты от изменения качества корпоративного управления на капитализацию.

Таким образом, регрессионная модель имеет следующий вид:

$$CAP_n = \sum \lambda_{ni} f_{ni}, \quad (1)$$

где $n \in [1, 3]$, $i \in [1, 12]$, f_{ni} – факторы корпоративного управления (см. табл. 14); λ_{ni} – параметры линейных зависимостей, характеризующие вклад каждого фактора корпоративного управления в соответствующее значение капитализации.

УПРАВЛЕНЕЦ 2021. Том 12. № 4

Результаты регрессионного анализа представлены в табл. 15.

Таблица 15 – Результаты регрессионного анализа
Table 15 – Regression analysis results

Регрессоры	CAP_1	CAP_2	CAP_3
Константа	0,891	0,881	0,16
Внешний контроль (f_1)	–	–	–
Дивидендная политика (f_2)	0,019**	0,019**	0,202**
Фактические выплаты дивидендов (f_3)	0,010*	0,012***	0,138*
Закрепление прав собственности (f_4)	–	–	–
Качество работы органов управления и контроля (f_5)	–	–	–
Комитет ко кадрам и вознаграждениям (f_6)	–0,009*	–	–
Комитет по аудиту (f_7)	–	–	–
Служба внутреннего контроля (f_8)	–	–	–
Раскрытие финансовой отчетности (f_9)	–	–	–
Доступность иной значимой корпоративной информации (f_{10})	–	–	–
Политики КСО (f_{11})	0,031***	0,032***	0,334***
Реализация проектов КСО (f_{12})	0,013***	0,013*	0,139*
R^2	0,292	0,263	0,272
R^2 скорректированный	0,276	0,249	0,259
F-статистика	17,599	19,077	19,663
Вероятность (*F*-Statistic)	0,000	0,000	0,000

Примечание: * – значимость на уровне 10 %; значимость на уровне 5 %; *** – значимость на уровне 1 % (двусторонняя); «–» – не выявлено значимой зависимости.

ОБСУЖДЕНИЕ РЕЗУЛЬТАТОВ

Проведенный эконометрический анализ зависимости показателей рыночной капитализации компаний от композитных факторов, характеризующих качество корпоративного управления, позволяет сформулировать ряд выводов, касающихся рассматриваемой выборки.

Во-первых, расчеты свидетельствуют о положительном влиянии факторов «Дивидендная политика» (f_2) и «Фактические дивидендные выплаты» (f_3), характеризующих важнейший элемент института корпоративного управления – «Права акционеров», на показатели капитализации. Примечательно, что с увеличением временного лага возрастает степень положительного влияния фактора f_3, отражающего фактические дивидендные выплаты. При прочих равных условиях компании, обеспечивающие акционерам стабильный дивидендный доход, более привлекательны для инвесторов; соответственно, спрос на данные акции способствует росту капитализации. Полученный результат подтверждается итогами ряда исследований [Zaroug, Mawih, 2020; Dang, Nguyen, Tran, 2020].

Во-вторых, на рыночную капитализацию положительно влияют факторы «Политика КСО» (f_{11}) и «Реализация проектов КСО» (f_{12}), позволяющие судить о корпоративной социальной ответственности компаний. Отметим, что вследствие нерыночного характера КСО обоснованность и экономическая целесообразность «социальной нагрузки» для современных корпораций выступают предметом острых дискуссий [Carnevale, Mazzuca, Venturini, 2012; Quéré, Nouyrigat, Baker, 2018; Sharma, Aggarwal, 2021]. При интерпретации эмпирических результатов следует соблюдать осторожность, тем не менее проведенные расчеты позволяют сделать вывод о том, что проекты КСО способствуют росту рыночной капитализации компании и этот эффект носит отложенный характер. Данный вывод совпадает с результатами других исследований [Owolabi et al., 2017; Lee, 2020]. Заметим, что указанный эффект может быть вызван внешними факторами: повышением лояльности потребителя и узнаваемости бренда; положительным влиянием на психологию инвесторов, которая, в свою очередь, способствует росту капитализации компаний [Rusdi et al., 2018].

В-третьих, анализируя полученные данные, можно констатировать, что оценка влияния части факторов, характеризующих качество корпоративного управления, на показатели рыночной капитализации компаний не соответствует основной исследовательской гипотезе.

Особого внимания заслуживает отсутствие влияния факторов «Внешний контроль» (f_1) и «Закрепление прав собственности» (f_4) на показатели капитализации, учитывая, что данные композитные факторы характеризуют качество обеспечения прав акционеров. Этот результат не соответствует ожиданиям, так как проведение качественного внешнего аудита является необходимым условием для получения акционерами и потенциальными инвесторами достоверной информации о финансово-экономическом состоянии компании, в значительной мере определяющем динамику рыночной стоимости акций. Отсутствие влияния фактора «Закрепление прав собственности» (f_4) может быть обусловлено структурой собственности в российских компаниях из-за «многообразия и разнонаправленности факторов, влияющих на зависимость “концентрация собственности / акционерная стоимость”» [Анкудинов, Батаева, 2021, с. 41].

Наиболее неожиданным из полученных результатов является отсутствие влияния фактора «Качество работы органов управления и контроля» (f_5) на капитализацию компаний. Данный композитный фактор с точки зрения смыслового наполнения отражает наи-

более важные аспекты корпоративного управления и характеризует не формальное соблюдение рекомендаций, а наличие в компании реальных практик управления рисками. Действительно, ситуация, при которой повышение качества работы органов управления и контроля не способствует улучшению результатов деятельности компании, в нашем случае росту рыночной капитализации, вызывает массу вопросов непосредственно к органам управления, их целям и функционалу [Смотрицкая и др., 2021].

К факторам, характеризующим деятельность органов управления и контроля компании, относится и «Комитет по кадрам и вознаграждениям» (f_6). В результате проведенного анализа установлено незначительное отрицательное влияние (k = –0,01) этого фактора на показатель капитализации на конец года (CAP_1). Однако при увеличении временного лага данный эффект пропадает. Такой результат может объясняться практикой выплаты вознаграждений по итогам работы за год. В тех компаниях, где эффективно и прозрачно выстроена работа комитета по кадрам и вознаграждениям (предполагающая раскрытие сведений о вознаграждении), информация о планируемых значительных выплатах менеджменту может вызвать краткосрочную негативную реакцию фондового рынка.

К группе результатов, не подтверждающих гипотезу исследования о положительном влиянии качества корпоративного управления на рыночную капитализацию, относятся факторы, связанные с раскрытием информации: «Раскрытие финансовой отчетности» (f_9) и «Доступность иной значимой корпоративной информации» (f_{10}). По мнению авторов, отсутствие влияния данных факторов может объясняться преобладанием концентрированной структуры собственности в российских компаниях и наличием мажоритарных акционеров (блокхолдеров), активно участвующих в стратегическом и оперативном управлении компаниями. Им не требуется информация финансового и корпоративного характера, которая публикуется в официальных источниках, так как они обладают ею на стадии принятия решений. Заметим, что итоги наших расчетов согласуются с полученными в рамках проекта ИЭ РАН и РИД результатами, объяснение которых «надо искать, по-видимому, в самом институте корпоративного управления, в субъектах, связанных с деятельностью компаний, и их заинтересованности в подобной информации» [Смотрицкая и др., 2021].

Обобщая результаты проведенного эконометрического анализа, можно констатировать, что основная гипотеза о положительном влиянии качества корпоративного управления на рыночную капитализацию российских публичных компаний не получила полного подтверждения.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Сложившуюся модель корпоративного управления в России нельзя назвать в полной мере отвечающей целям и задачам этого важнейшего института современной рыночной экономики, от качества которого зависят результаты экономической деятельности компаний, капитализация активов, способность привлекать инвестиционный капитал.

В основе российской модели корпоративного управления лежат принятые ОЭСР в 1999 г. Принципы корпоративного управления, изложенные в новой редакции в 2015 г. , которые регулируют нормы и правила взаимоотношений акционеров, менеджмента, совета директоров и других стейкхолдеров компании. Однако, как показал эмпирический анализ, при формальном соответствии данным принципам институт корпоративного управления не оказывает значимого влияния на такой важнейший индикатор деятельности акционерных листинговых компаний, как рыночная капитализация.

Проведенное исследование дает основания говорить о недостаточной эффективности рассмотренных элементов института корпоративного управления в контексте их влияния на показатели рыночной капитализации компаний. Неоднозначность полученных результатов свидетельствует о существующих проблемах и дисфункциях в сфере корпоративного управления.

Предложенный комплексный подход, методы и инструменты измерения качества корпоративного управления создают основу для более глубокого эмпирического анализа института корпоративного управления и его отдельных структурных элементов с учетом форм собственности и отраслевой специфики исследуемых компаний.

Перспективным направлением дальнейшей исследовательской работы является изучение внешних институциональных факторов, оказывающих влияние на качество корпоративного управления, в целях совершенствования сложившейся институциональной среды и практики государственного регулирования. ■

Источники

Анкудинов А.Б., Батаева Б.С. (2021). Структура собственности и рыночная стоимость: эмпирический анализ российских публичных компаний // Управленец. Т. 12, № 2. С. 35–45. DOI: 10.29.141/2218-5003-2021-12-2-3.

Гайнанов Д.А., Закиева Е.Ш. (2020). Оценка качества жизни населения на основе применения интеллектуальных алгоритмов и динамического моделирования // Экономические и социальные перемены: факты, тенденции, прогноз. Т. 13, № 5. С. 121–134. DOI: 10.15838/esc.2020.5.71.7.

Долгопятова Т.Г. (2001). Модели и механизмы корпоративного контроля в российской промышленности: опыт эмпирических исследований // Вопросы экономики. № 5. С. 46–60.

Долгопятова Т.Г. (2016). Концентрация собственности в российской обрабатывающей промышленности: эмпирические оценки // Известия УрГЭУ. № 4 (66). С. 30–39.

Дуляк Ю.И. (2015). Эмпирический анализ влияния совета директоров на финансовые результаты деятельности российских компаний // Экономическая политика. Т. 10, № 1. С. 126–148.

Капелюшников Р. (2000). Крупнейшие и доминирующие собственники в российской промышленности // Вопросы экономики. № 1. С. 99–119.

Капелюшников Р. (2006). Концентрация собственности в системе корпоративного управления: эволюция представлений // Российский журнал менеджмента. Т. 4, № 1. С. 3–28.

Леванова Л.Н. (2017). Качество корпоративного управления: теория и практика // Евразийское Научное Объединение. Т. 2, № 2 (24). С. 113–118.

Наливайский В.Ю., Шишикина Л.В., Цой Р.А. (2007). Влияние внедрения стандартов корпоративного управления на капитализацию российских компаний // Финансовые исследования. № 1 (14). С. 72–79.

Наследов А. (2013). IBM SPSS Statistics 20 и AMOS: профессиональный статистический анализ данных. Санкт-Петербург: Питер.

Орехова С.В., Кудин Л.Ш. (2019). Российская модель корпоративного управления: эволюция, специфика, проблемы эффективности // Вестник Челябинского государственного университета. № 3 (425). С. 140–152. DOI: 10.24411/1994-2796-2019-10316.

Полуяхтова Е.Р. (2018). Влияние качества корпоративного управления на стоимость компании (на примере российских ПАО) // Азия – Россия – Африка: экономика будущего: материалы IX Евразийского экономического форума молодежи: в 2 т. Екатеринбург, 17–20 апреля 2018 г. Екатеринбург: Уральский государственный экономический университет. С. 112–116.

Радыгин А.Д., Энтов Р.М. (1999). Институциональные проблемы развития корпоративного сектора: собственность, контроль, рынок ценных бумаг. Москва: Институт экономики переходного периода.

Смотрицкая И.И., Никитчанова Е.В., Беликов И.В., Рубинштейн А.Я. (ред.). (2021). Институт корпоративного управления и экономический рост. Москва: ИЭ РАН. (Препринт.)

Ткаченко И.Н., Раменская Л.А. (2016). Влияние корпоративной социальной ответственности на капитализацию компаний (результаты эмпирического исследования) // Управленческие науки. Т. 6, № 3. С. 85–94.

Шаклеина М.В., Мидов А.З. (2019). Стратегическая типологизация регионов по уровню финансовой самостоятельности // Экономические и социальные перемены: факты, тенденции, прогноз. Т. 12, № 3. С. 39–54. DOI: 10.15838/esc.2019.3.63.3.

Энтов Р., Радыгин А., Межераупс И., Швецов П. (2006). Корпоративное управление и саморегулирование в системе институциональных изменений. Москва: Институт экономики переходного периода.

Barucc E., Falini J. (2005) Determinants of corporate governance in the Italian financial market. *Economic Notes*, vol. 34, no. 3, pp. 371–405. http://dx.doi.org/10.1111/j.0391-5026.2005.00155.x.

Benvenuto M., Avram R.L., Avram A., Viola C. (2021). Assessing the impact of corporate governance index on financial performance in the Romanian and Italian banking systems. *Sustainability*, no. 13(10):5535. https://doi.org/10.3390/su13105535.

Bhagat S., Bolton B.J., Romano R. (2007). *The Promise and peril of corporate governance indices. ECGI – Law Working Paper No. 89/2007*, Yale Law & Economics Research Paper No. 367.

Carnevale C., Mazzuca M., Venturini S. (2012). Corporate social reporting in European banks: The effects on a firm's market value. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, vol. 19, issue 3, pp. 159–177. https://doi.org/10.1002/csr.262.

Dang H.N., Nguyen T.T.C.; Tran D.M. (2020). The impact of earnings quality on firm value: The case of Vietnam. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, vol. 7, issue 3, pp. 63–72. https://doi.org/10.13106/jafeb.2020.vol7.no3.63.

Estwick S. (2016). Principal-principal agency and financial flexibility in transition economies. *Qualitative Research in Financial Markets*, vol. 15, no. 1, pp. 33–54.

Gherghina S.C. (2015). Corporate governance ratings and firm value: Empirical evidence from the Bucharest stock exchange. *International Journal of Economics and Financial Issues*, vol. 5, pp. 97–110.

Huh H.S., Park C.Y. (2019). *A new index of globalization: Measuring impacts of integration on economic growth and income inequality*. ADB Economics Working Paper Series. No 587. https://www.adb.org/sites/default/files/publication/513856/ewp-587-new-index-globalization.pdf

Kataria W., Deep V. (2020). Effectiveness of corporate governance on market capitalisation of top Indian publically listed firms. *International Journal of Environment, Workplace and Employment*, vol. 6, no. 1/2, pp. 66–76. DOI: 10.1504/IJEWE.2020.113092.

La Porta R., Lopez-De-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, vol. 58, no. 1, pp. 3–27.

Larcker D.F., Richardson S.A., Tuna I. (2007). Corporate governance, accounting outcomes and organizational performance. *The Accounting Review*, vol. 82, issue 4, pp. 963–1008.

Lee J.W. (2020). CSR impact on the firm market value: Evidence from tour and travel companies listed on Chinese stock markets. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, vol. 7, no 7, pp. 159–167.

Owolabi F., Uwuigbe U., Adetula D.T., Ojeka S.A., Achugamonu B.U. (2017). Firm characteristics and corporate social responsibility practices in Nigerian listed firms: An empirical investigation. *The 3rd International Conference on Creative Education (ICCE 2017). Book series: Advances in Education Sciences*. Vol. 13. Pp. 254–259.

Quéré B.P., Nouyrigat G., Baker C.R. (2018). A bi-directional examination of the relationship between corporate social responsibility ratings and company financial performance in the European context. *Journal of Business Ethics*, vol. 148, pp. 527–544. https://doi.org/10.1007/s10551-015-2998-1.

Rahman M.M., Khatun N. (2017). Quality of corporate governance: A review from the literature. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, vol. 4, no. 1, pp. 59–66. https://doi.org/10.13106/JAFEB.2017.VOL4.NO1.59.

Rusdi N.H., Primiana I., Sule E.T., Cahyandito M.F. (2017, August 24). Investors psychology: Mediator of CSR and market capitalization. IOP Conference Series: Materials Science and Engineering, Vol. 288. *The 2nd Annual Applied Science and Engineering Conference (AASEC 2017)*. Bandung, Indonesia. DOI: 10.1088/1757-899X/288/1/012106.

Sdrakas N., Viguie C. (2003). VAR modelling of the euro area GDP on the basis of principal component analysis. European Commission, DG ECFIN. https://ec.europa.eu/eurostat/documents/3888793/5828269/KS-AN-03-070-EN.PDF/36cf9219-0ecb-41b3-913a-1c8ae2dceafe.

Sharma R., Aggarwal P. (2021). Impact of mandatory corporate social responsibility on corporate financial performance: The Indian experience. *Social Responsibility Journal*, vol. ahead-of-print, No. ahead-of-print. https://doi.org/10.1108/SRJ-09-2020-0394.

Turrent G.D.C.B., Ariza L.R. (2016). Corporate governance ratings on listed companies: An institutional perspective in Latin America. *European Journal of Management and Business Economics*, vol. 25, no. 2, pp. 63–75.

Vig S., Datta M. (2021). The impact of corporate governance on sustainable value creation: A case of selected Indian firms. *Journal of Sustainable Finance & Investment*. DOI: 10.1080/20430795.2021.1923337.

Vo X.V. (2015). The role of corporate governance in a transitional economy. *Neo-Transitional Economics* (International Finance Review, Vol. 16), pp. 149–165. https://doi.org/10.1108/S1569-376720150000016007.

Waweru N. (2014). Factors influencing quality corporate governance in Sub Saharan Africa: An empirical study. *Corporate Governance*, vol. 14, no. 4, pp. 555–574. DOI: 10.1108/CG-02-2013-0024.

Zaroug O.M., Mawih K.A.A. (2020). The effect of intangible assets, financial performance and financial policies on the firm value: Evidence from Omani industrial sector. *Contemporary Economics*, vol. 14, issue 3, pp. 379–391. DOI: 10.5709/ce.1897-9254.411.

References

Ankudinov A.B., Bataeva B.S. (2021). Struktura sobstvennosti i rynochnaya stoimost': empiricheskiy analiz rossiyskikh publichnykh kompaniy [Capital structure and market capitalization: Empirical analysis of Russian public companies]. *Upravlenets – The Manager*, vol. 12, no. 2, pp. 35–45. DOI: 10.29141/2218-5003-2021-12-2-3.

Gaynanov D.A., Zakieva E.Sh. (2020). Otsenka kachestva zhizni naseleniya na osnove primeneniya intellektual'nykh algoritmov i dinamicheskogo modelirovaniya [Assessing population's quality of life on the basis of intelligent algorithms and dynamic modeling]. *Ekonomicheskie i sotsial'nye peremeny: fakty, tendentsii, prognoz – Economic and Social Changes: Facts, Trends, Forecast*, vol. 13, no. 5, pp. 121–134. DOI: 10.15838/esc.2020.5.71.7.

Dolgopyatova T.G. (2001). Modeli i mekhanizmy korporativnogo kontrolya v rossiyskoy promyshlennosti: opyt empiricheskikh issledovaniy [Models and mechanisms of corporate control in the Russian industry: Experience of empirical research]. *Voprosy Ekonomiki*, no. 5, pp. 46–60.

Dolgopyatova T.G. (2016). Kontsentratsiya sobstvennosti v rossiyskoy obrabatyvayushchey promyshlennosti: empiricheskie otsenki [Concentration of ownership in Russian manufacturing: Recent empirical evidence]. *Izvestiya Uralskogo gosudarstvennogo ekonomicheskogo universiteta – Journal of the Ural State University of Economics*, no. 4(66), pp. 30–39.

Dulyak Yu.I. (2015). Empiricheskiy analiz vliyaniya soveta direktorov na finansovye rezul'taty deyatel'nosti rossiyskikh kompaniy [Empirical analysis of the influence of the board of directors on the financial performance of Russian companies]. *Ekonomicheskaya politika –Economic Policy*, vol. 10, no. 1, pp. 126–148.

Kapelyushnikov R. (2000). Krupneyshie i dominiruyushchie sobstvenniki v rossiyskoy promyshlennosti [The largest and dominant owners in the Russian industry]. *Voprosy Ekonomiki*, no. 1, pp. 99–119.

Kapelyushnikov R. (2006). Kontsentratsiya sobstvennosti v sisteme korporativnogo upravleniya: evolyutsiya predstavleniy [Concentration of ownership in the system of corporate governance: evolution of perceptions]. *Rossiyskiy zhurnal menedzhmenta – Russian Management Journal*, vol. 4, no. 1, pp. 3–28.

Levanova L.N. (2017). Kachestvo korporativnogo upravleniya: teoriya i praktika [The quality of corporate governance: Theory and practice]. *Evraziyskoe Nauchnoe Ob"edinenie – Eurasian Scientific Association*, vol. 2, no. 2(24), pp. 113–118.

Nalivayskiy V.Yu., Shishikina L.V., Tsoy R.A. (2007). Vliyanie vnedreniya standartov korporativnogo upravleniya na kapitalizatsiyu rossiyskikh kompaniy [Influence of the introduction of corporate governance standards on the capitalization of Russian companies]. *Finansovye issledovania – Financial Studies*, no. 1(14), pp. 72–79.

Nasledov A. (2013). *IBM SPSS Statistics 20 i AMOS: professional'nyy statisticheskiy analiz dannykh* [IBM SPSS Statistics 20 and AMOS: Professional statistical data analysis]. Saint-Petersburg: Piter.

Orekhova S.V., Kudin L.Sh. (2019). Rossiyskaya model' korporativnogo upravleniya: evolyutsiya, spetsifika, problemy effektivnosti [Russian model of corporate governance: Evolution, specifics, efficiency problems]. *Vestnik Chelyabinskogo gosudarstvennogo universiteta – Bulletin of Chelyabinsk State University*, no. 3(425), pp. 140–152. DOI: 10.24411/1994-2796-2019-10316.

Poluyakhtova E.R. (2018, April 17–20). [The impact of the quality of corporate governance on the value of the company (on the example of Russian PJSCs)]. *Aziya – Rossiya – Afrika: ekonomika budushchego: materialy IX Evraziyskogo ekonomicheskogo foruma molodezhi (Ekaterinburg, 17–20 aprelya 2018 g.)*. [Proc. of the 9th Eurasian Economic Youth Forum "Asia – Russia – Africa: Economy of the Future]. Ekaterinburg: USUE Publ. Pp. 112–116.

Radygin A.D., Entov R.M. (1999). *Institutsional'nye problemy razvitiya korporativnogo sektora: sobstvennost', kontrol', rynok tsennykh bumag* [Institutional problems of corporate sector development: Ownership, control, securities market]. Moscow: Institut ekonomiki perekhodnogo perioda.

Smotritskaya I.I., Nikitchanova E.V., Belikov I.V., Rubinshteyn A.Ya. (eds.). (2021). *Institut korporativnogo upravleniya i ekonomicheskiy rost* [Institute for corporate governance and economic growth]. Moscow: IE RAN. (Preprint).

Tkachenko I.N., Ramenskaya L.A. (2016). Vliyanie korporativnoy sotsial'noy otvetstvennosti na kapitalizatsiyu kompaniy (rezul'taty empiricheskogo issledovaniya) [Corporate social responsibility effect on the company capitalization (the results of an empirical study)]. *Upravlencheskie nauki – Management Science*, vol. 6, no. 3, pp. 85–94. https://doi.org/10.26794/2304-022X-2016-6-3-85-94.

Shakleina M.V., Midov A.Z. (2019). Strategicheskaya tipologizatsiya regionov po urovnyu finansovoy samostoyatel'nosti [Strategic classification of regions according to the level of financial self-sufficiency]. *Ekonomicheskie i sotsial'nye peremeny: fakty, tendentsii, prognoz – Economic and Social Changes: Facts, Trends, Forecast*, vol. 12, no. 3, pp. 39–54. DOI: 10.15838/esc.2019.3.63.3.

Entov R., Radygin A., Mezheraups I., Shvetsov P. (2006). *Korporativnoe upravlenie i samoregulirovanie v sisteme institutsional'nykh izmeneniy* [Corporate governance and self-regulation in the system of institutional change]. Moscow: Institut ekonomiki perekhodnogo perioda.

Barucc E., Falini J. (2005) Determinants of corporate governance in the Italian financial market. *Economic Notes*, vol. 34, no. 3, pp. 371–405. http://dx.doi.org/10.1111/j.0391-5026.2005.00155.x.

Benvenuto M., Avram R.L., Avram A., Viola C. (2021). Assessing the impact of corporate governance index on financial performance in the Romanian and Italian banking systems. *Sustainability*, no. 13(10):5535. https://doi.org/10.3390/su13105535.

Bhagat S., Bolton B.J., Romano R. (2007). *The Promise and peril of corporate governance indices. ECGI – Law Working Paper No. 89/2007*, Yale Law & Economics Research Paper No. 367.

Carnevale C., Mazzuca M., Venturini S. (2012). Corporate social reporting in European banks: The effects on a firm's market value. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, vol. 19, issue 3, pp. 159–177. https://doi.org/10.1002/csr.262.

Dang H.N., Nguyen T.T.C.; Tran D.M. (2020). The impact of earnings quality on firm value: The case of Vietnam. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, vol. 7, issue 3, pp. 63–72. https://doi.org/10.13106/jafeb.2020.vol7.no3.63.

Estwick S. (2016). Principal-principal agency and financial flexibility in transition economies. *Qualitative Research in Financial Markets*, vol. 15, no. 1, pp. 33–54.

Gherghina S.C. (2015). Corporate governance ratings and firm value: Empirical evidence from the Bucharest stock exchange. *International Journal of Economics and Financial Issues*, vol. 5, pp. 97–110.

Huh H.S., Park C.Y. (2019). *A new index of globalization: Measuring impacts of integration on economic growth and income inequality*. ADB Economics Working Paper Series. No 587. https://www.adb.org/sites/default/files/publication/513856/ewp-587-new-index-globalization.pdf

Kataria W., Deep V. (2020). Effectiveness of corporate governance on market capitalisation of top Indian publically listed firms. *International Journal of Environment, Workplace and Employment*, vol. 6, no. 1/2, pp. 66–76. DOI: 10.1504/IJEWE.2020.113092.

La Porta R., Lopez-De-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, vol. 58, no. 1, pp. 3–27.

Larcker D.F., Richardson S.A., Tuna I. (2007). Corporate governance, accounting outcomes and organizational performance. *The Accounting Review*, vol. 82, issue 4, pp. 963–1008.

Lee J.W. (2020). CSR impact on the firm market value: Evidence from tour and travel companies listed on Chinese stock markets. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, vol. 7, no 7, pp. 159–167.

Owolabi F., Uwuigbe U., Adetula D.T., Ojeka S.A., Achugamonu B.U. (2017). Firm characteristics and corporate social responsibility practices in Nigerian listed firms: An empirical investigation. *The 3rd International Conference on Creative Education (ICCE 2017). Book series: Advances in Education Sciences*. Vol. 13. Pp. 254–259.

Quéré B.P., Nouyrigat G., Baker C.R. (2018). A bi-directional examination of the relationship between corporate social responsibility ratings and company financial performance in the European context. *Journal of Business Ethics*, vol. 148, pp. 527–544. https://doi.org/10.1007/s10551-015-2998-1.

Rahman M.M., Khatun N. (2017). Quality of corporate governance: A review from the literature. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, vol. 4, no. 1, pp. 59–66. https://doi.org/10.13106/JAFEB.2017.VOL4.NO1.59.

Rusdi N.H., Primiana I., Sule E.T., Cahyandito M.F. (2017, August 24). Investors psychology: Mediator of CSR and market capitalization. IOP Conference Series: Materials Science and Engineering, Vol. 288. *The 2nd Annual Applied Science and Engineering Conference (AASEC 2017)*. Bandung, Indonesia. DOI: 10.1088/1757-899X/288/1/012106.

Sdrakas N., Viguie C. (2003). VAR modelling of the euro area GDP on the basis of principal component analysis. European Commission, DG ECFIN. https://ec.europa.eu/eurostat/documents/3888793/5828269/KS-AN-03-070-EN.PDF/36cf9219-0ecb-41b3-913a-1c8ae2dceafe.

Sharma R., Aggarwal P. (2021). Impact of mandatory corporate social responsibility on corporate financial performance: The Indian experience. *Social Responsibility Journal*, vol. ahead-of-print, No. ahead-of-print. https://doi.org/10.1108/SRJ-09-2020-0394.

Turrent G.D.C.B., Ariza L.R. (2016). Corporate governance ratings on listed companies: An institutional perspective in Latin America. *European Journal of Management and Business Economics*, vol. 25, no. 2, pp. 63–75.

Vig S., Datta M. (2021). The impact of corporate governance on sustainable value creation: A case of selected Indian firms. *Journal of Sustainable Finance & Investment*. DOI: 10.1080/20430795.2021.1923337.

Vo X.V. (2015). The role of corporate governance in a transitional economy. *Neo-Transitional Economics* (International Finance Review, Vol. 16), pp. 149–165. https://doi.org/10.1108/S1569-376720150000016007.

Waweru N. (2014). Factors influencing quality corporate governance in Sub Saharan Africa: An empirical study. *Corporate Governance*, vol. 14, no. 4, pp. 555–574. DOI: 10.1108/CG-02-2013-0024.

Zaroug O.M., Mawih K.A.A. (2020). The effect of intangible assets, financial performance and financial policies on the firm value: Evidence from Omani industrial sector. *Contemporary Economics*, vol. 14, issue 3, pp. 379–391. DOI: 10.5709/ce.1897-9254.411.

Информация об авторах

Смотрицкая Ирина Ивановна

Доктор экономических наук, руководитель Центра исследования проблем государственного управления. **Институт экономики РАН** (117218, РФ, г. Москва, Нахимовский проспект, 32). E-mail: irinasmot@yandex.ru.

Фролова Надежда Дмитриевна

Научный сотрудник Центра исследования проблем государственного управления. **Институт экономики РАН** (117218, РФ, г. Москва, Нахимовский проспект, 32). E-mail: nrasskazikhina@yandex.ru.

Information about the authors

Irina I. Smotritskaya

Dr. Sc. (Econ.), Head of the Center for Public Administration Studies. **Institute of Economics of the Russian Academy of Sciences** (32 Nakhimovskiy Ave., Moscow, 117218, Russia). E-mail: irinasmot@yandex.ru.

Nadezhda D. Frolova

Research Associate of the Center for Public Administration Studies. **Institute of Economics of the Russian Academy of Sciences** (32 Nakhimovskiy Ave., Moscow, 117218, Russia). E-mail: nrasskazikhina@yandex.ru.