



INSTITUTE OF ECONOMICS OF THE RUSSIAN ACADEMY OF SCIENCES
RUSSIAN INSTITUTE OF DIRECTORS

INSTITUTION
OF CORPORATE MANAGEMENT
AND ECONOMIC GROWTH

Ed. by I.I. Smotrinskaya, E.V. Nikitchanova,
I.V. Belikov, A.Y. Rubinstein

Moscow
2021

ИНСТИТУТ ЭКОНОМИКИ РОССИЙСКОЙ АКАДЕМИИ НАУК
РОССИЙСКИЙ ИНСТИТУТ ДИРЕКТОРОВ

ИНСТИТУТ
КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ
И ЭКОНОМИЧЕСКИЙ РОСТ

Под редакцией:
И.И. Смотрицкой, Е.В. Никитчановой,
И.В. Беликова, А.Я. Рубинштейна

Москва
2021

УДК 338.24
ББК 65.011; 65.050
И 71

И 71 **Институт корпоративного управления и экономический рост** / Под ред. И.И. Смотрицкой, Е.В. Никитчановой, И. В. Беликова, А. Я. Рубинштейна. — М.: ИЭ РАН, 2021. — 184 с. (Препринт.)

В настоящем издании представлены результаты совместного исследовательского проекта Российского института директоров (РИД) и Института экономики РАН (ИЭ РАН). Особенность данного исследования обусловлена двумя обстоятельствами: наличием больших массивов информации, содержащейся в уникальной Базе данных РИД, характеризующих практику корпоративного управления российских компаний в период 2011–2017 гг.; применением разработанных в ИЭ РАН общих принципов экономического анализа государственного управления и методологии построения композитных характеристик крупнейших российских компаний. В результате выполненных расчетов с использованием методов многомерного статистического анализа выделены восемь композитных факторов, характеризующих структурные элементы института корпоративного управления, и на основе системы регрессионных уравнений получены статистические оценки вклада каждого из них в экономический рост на микро- и макроуровне.

Ключевые слова: корпоративное управление, композитные факторы, активы, прибыль, дивиденды, потенциалы экономического роста.

Классификация JEL: M14, M2, M21.

Institution of Corporate Management and Economic Growth / Ed. by I.I. Smoritskaya, I.V. Nikitchanova, I.V. Belikov, A.Y. Rubinstein. M.: Institute of Economics of the Russian Academy of Sciences, 2021. — 184 p. (Preprint.)

This publication is based on the scientific report "Institute of Corporate Governance and its Impact on Economic Growth", which presents the results of a joint research project of the Russian Institute of Directors (RID) and the Institute of Economics of the Russian Academy of Sciences. The peculiarity of this research project is due to two circumstances: first, the presence of large amounts of information contained in the unique RID database characterizing corporate governance practices in Russian companies in 2011–2017, and second, the application of general principles of economic analysis of government management developed in the Institute of Economics of the Russian Academy of Sciences and the methodology for building composite characteristics of major Russian companies. As a result of the calculations performed using the methods of multivariate statistical analysis, eight composite factors characterizing the structural elements of the Institute of Corporate Governance were identified and statistical estimates of each of them's contribution to economic growth at the micro and macro levels were obtained on the basis of a system of regression equations.

Keywords: Ecorporate governance, composite factors, assets, profit, dividends, economic growth potential.

JEL Classification: M14, M2, M21.

ББК 65.011; 65.050

© Институт экономики РАН, 2021
© Коллектив авторов, 2021
© В.Е. Валериус, дизайн, 2007

ОГЛАВЛЕНИЕ

Предисловие.....	8
Глава 1. ТЕОРЕТИЧЕСКОЕ ВВЕДЕНИЕ	13
1.1. Институт корпоративного управления	14
1.1.1. Оценки практик корпоративного управления	14
1.1.2. Эконометрические исследования.....	18
1.2. Экономический рост и институт корпоративного управления.....	25
1.2.1. Производственная функция.....	26
1.2.2. Расширенная модель производственной функции	29
1.2.3. Моделирование института корпоративного управления.....	32
1.3. Инструментарий исследования.....	37
1.3.1. Метод главных компонент (МГК)	39
1.3.2. Multiway data analysis.....	42
1.3.3. Панельные регрессии.....	43
1.3.4. Приложение	44
Глава 2. ИСХОДНЫЕ ДАННЫЕ.....	50
2.1. База данных РИД.....	50
2.1.1. Основные характеристики	51
2.1.2. Разделы Базы данных РИД	53
2.1.3. Права акционеров.....	55
2.1.4. Деятельность органов управления и контроля	59
2.1.5. Раскрытие информации.....	64
2.1.6. Корпоративная социальная ответственность (КСО) и устойчивое развитие.....	68
2.2. Статистически наблюдаемые показатели	70
2.2.1. Общие характеристики исходных данных	71
2.2.2. Активы.....	72
2.2.3. Масштабы производства	73
2.2.4. Доходы.....	73
2.2.5. Отдельные индикаторы	75
2.3. О выборке первого этапа исследования	79
2.3.1. Общие характеристики выборки.....	79
2.3.2. Отраслевая структура выборки.....	80

Глава 3. ФАКТОРЫ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ	87
3.1. Права акционеров.....	88
3.1.1. Дивидендная политика.....	88
3.1.2. Снижение рисков нарушения прав акционеров.....	90
3.2. Деятельность органов управления и контроля.....	94
3.2.1. Структура совета директоров.....	94
3.2.2. Качество работы органов управления.....	96
3.3. Раскрытие информации.....	98
3.3.1. Раскрытие финансовой отчетности.....	99
3.3.2. Раскрытие корпоративных документов.....	101
3.4. Корпоративная социальная ответственность и устойчивое развитие.....	102
3.4.1. Политика корпоративной социальной ответственности.....	103
3.4.2. Реализация проектов корпоративной социальной ответственности....	105
Глава 4. ИЗМЕРИТЕЛИ ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА	107
4.1. Активы компаний.....	107
4.1.1. Объясняющая интерпретация компоненты.....	108
4.1.2. Кластерный анализ потенциала «Совокупные активы».....	110
4.1.3. Совокупные активы и факторы корпоративного управления.....	113
4.2. Масштабы производства.....	114
4.2.1. Объясняющая интерпретация компоненты.....	116
4.2.2. Кластерный анализ потенциала «Масштабы производства».....	116
4.2.3. Масштабы производства и факторы корпоративного управления.....	120
4.3. Совокупный доход.....	121
4.3.1. Объясняющая интерпретация компоненты.....	122
4.3.2. Кластерный анализ потенциала «Совокупный доход».....	122
4.3.3. Совокупный доход и факторы корпоративного управления.....	125
4.4. Предварительные выводы.....	126
4.4.1. Потенциалы экономического роста.....	126
4.4.2. Результаты экономической деятельности.....	128
Глава 5. ОЦЕНКА ВЛИЯНИЯ ИНСТИТУТА КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ НА РЕЗУЛЬТАТЫ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ КОМПАНИЙ	130
5.1. Регрессионный анализ панельных данных.....	131
5.1.1. Целевые показатели.....	132
5.1.2. Аналитические индикаторы.....	137
5.1.3. Потенциалы экономического роста.....	141

5.2. Регрессионные уравнения.....	146
5.2.1. Причинно-следственные связи.....	146
5.2.2. Лагированные регрессионные зависимости.....	149
5.3. Обсуждение полученных результатов.....	150
5.3.1. Теоретические ожидания.....	151
5.3.2. О неподтвержденной гипотезе.....	154
Вместо заключения.....	158
Summary.....	161
Литература.....	173

ПРЕДИСЛОВИЕ

Эта работа возникла неслучайно. Ей предшествовали прикладные исследования Российского института директоров (РИД), результаты которых нашли отражение в его публикациях¹, и теоретические разработки Института экономики РАН (ИЭ РАН), представленные в журнальных статьях, научных докладах и монографиях². Случилось так, что в этом юбилейном году – 90 лет со дня основания Института экономики – научные интересы РИД и ИЭ РАН совпали и нашли отражение в важном для российской экономики проекте, целью которого является исследование института корпоративного управления и его влияния на экономический рост. Ориентируясь на этот совместный проект, стороны заключили соответствующее соглашение и в январе 2020 г. дали старт первому этапу трехлетнего исследования.

Представляя данный проект, обратим внимание не только на его теоретические аспекты, междисциплинарный характер и практическую значимость, но и на тот факт, что накопленная РИД информация, характеризующая меру соответствия реальной практики компаний критериям

-
1. См.: (Никитчанова и др., 2011. С. 57–126; Никитчанова, Ахмед, Бекшоков, 2014. С. 17–25; Исследование..., 2020. С. 1–25; Беликов, 2019; Вербицкий, 2020).
 2. См.: (Яковлев, 2019; Экономическая теория государства..., 2020; Институты государственного управления..., 2020).

Кодекса корпоративного управления, позволяет комплексно оценить как данный институт, так и в целом институциональную среду, в которой функционируют российские компании (далее также – общества, предприятия), выявить дисфункции действующих институтов и «управленческие провалы», определить возможные пути их устранения и стимулы экономического роста на микро- и макроуровне.

Анализ литературы, посвященной институту корпоративного управления, позволяет выделить два основных направления теоретических и эмпирических исследований. В рамках первого рассматривается широкий круг вопросов, связанных с акционерной собственностью и известной проблемой «принципал–агент»³, получившей развитие в феномене информационной асимметрии, затрудняющей контроль деятельности менеджмента⁴. Также следует назвать работы российских авторов, посвященные проблемам реформирования собственности, структуре акционерного капитала, становлению корпоративного контроля⁵, а также анализу институциональных принципов формирующейся системы корпоративного управления, ее соответствия зарубежным моделям⁶.

Второе направление, активно развивающееся с середины 2000-х гг., связано с изучением практики внедрения норм и стандартов корпоративного управления и накопления соответствующей информации, а также с попытками оценки влияния отдельных показателей этого института и внутрифирменных структур на результаты экономической деятельности компаний. При этом значительное число эмпирических работ направлено на построение различного рода рейтингов корпоративного управления и ранжирование на их основе совокупности анализируемых компаний⁷.

3. См.: (Jensen, Meckling, 1976. Pp. 305–360; Berle, Means, 1932 (1967); Means, 1962).

4. См.: (Aghion, Tirole, 1997. Pp. 1–29).

5. См.: (Капелюшников, 2000; Долгопятова, 2001. С. 46–60, 2004. С. 3–26).

6. См.: (Радыгин, 1999; Энтов, Радыгин, Межераупс, Швецов, 2006).

7. См., например: (Исследование..., 2007).

Особенность настоящего проекта, отражающего, по-видимому, третье направление исследований, обусловлена масштабной работой Российского института директоров, который начиная с 2004 г. проводит регулярный мониторинг практики корпоративного управления крупнейших российских компаний, обеспечивший создание уникальной Базы данных РИД. Ее формирование позволило перейти от изучения отдельных показателей корпоративного управления к определению агрегированных элементов института корпоративного управления и анализу их влияния на экономический рост на микро- и макроуровне. В данном контексте следует сказать об исследованиях, связанных с анализом провалов рынка и патерналистского государства⁸, с общей проблематикой государственного регулирования, включая теоретические и прикладные аспекты института корпоративного управления⁹.

Отметим также, что настоящее издание продолжает цикл исследований, которые объединяют общие теоретические принципы и методологию, созданные в Институте экономики РАН и применяемые к сильно различающимся объектам¹⁰. И всякий раз перед авторами стояла задача построения некоторых композитных (агрегатных) характеристик анализируемых объектов – рейтинга экономических журналов, индекса экономического развития российских регионов, творческого потенциала профессиональных театров, – решение которой требовало использования больших массивов исходной информации (*Big Data*), и нетривиальных методов многомерного статистического анализа, включая новейшие средства обработки данных – *Multiway data analysis*.

И в данном исследовании применение упомянутой выше методологии с использованием Базы данных РИД для построения системы композитных факторов корпоративного управ-

8. См.: (Рубинштейн, 2017. С. 71–102).

9. См.: (Urbi et orbi..., 2015).

10. См.: (Рубинштейн, Слуцкин, 2018. С. 90–113; Бураков, Бухвальд, Кольчугина, 2019. С. 149–171; Бураков, Рубинштейн, 2020. С. 24–50, 2020; Рубинштейн, 2019. С. 158–205).

ления, характеризующих структурные элементы этого важнейшего рыночного института, стало одной из задач настоящего проекта. Отметим также, что ее решение является лишь промежуточным шагом к достижению основной цели исследования — моделирования влияния на экономический рост агрегированных факторов института корпоративного управления, рассматриваемых в качестве измерителей нематериальных активов компаний.

Теоретической основой построения такой модели послужила концепция обобщенной производственной функции, новация которой связана с известной гипотезой о зависимости совокупной факторной производительности от нематериальных активов. Проверке этой гипотезы посвящена заключительная глава книги, где представлена соответствующая эконометрическая модель и содержательная интерпретация полученных результатов с позиций институционального анализа и общей теории управления.

В настоящем издании представлены результаты первого этапа совместного исследования Российского института директоров и Института экономики РАН в рамках выполнения государственного задания ИЭ РАН по темам «Институты государственного управления в реализации новой стратегии экономического развития России» (№ АААА-А17-117021750041-5) и «Экономическая теория современного государства» (№ АААА-А17-11702175004 3-99).

Книга подготовлена авторским коллективом:	
предисловие	А.Я. Рубинштейн, И.И. Смотрицкая;
глава 1	Н.А. Бураков, А.Я. Рубинштейн, О.А. Славинская;
глава 2, п. 2.1	Е.В. Никитчанова, И. В. Беляков, В.К. Вербицкий, И.И. Ахмед, А.А. Бекшоков, Н.Г. Лихачева;
глава 2, п. 2.2, 2.3	И.И. Смотрицкая, А.Ю. Яковлев; Н.Д. Фролова, Т.И. Конищева, Н.П. Нефедова;
глава 3	Е.В. Никитчанова, И.В. Беликов, В.К. Вербицкий, И.И. Ахмед, А.А. Бекшоков, Н.Г. Лихачева;
глава 4, п. 4.1	Н.Д. Фролова;
глава 4, п. 4.2	С.А. Братченко;
глава 4, п. 4.3	С.В. Козлова;
глава 4, п. 4.4	И.И. Смотрицкая;
глава 5, п. 5.1, 5.2	Н.А. Бураков, О.А. Славинская, А.Я. Рубинштейн, Н.Д. Фролова;
глава 5, п. 5.3	А.Я. Рубинштейн, И.И. Смотрицкая, Е.В. Никитчанова;
Вместо заключения	А.Я. Рубинштейн, И.И. Смотрицкая, Е.В. Никитчанова.

ТЕОРЕТИЧЕСКОЕ ВВЕДЕНИЕ

Институт корпоративного управления в современной российской экономике стал воссоздаваться, как известно, в результате системных преобразований и перехода к рыночным отношениям, связанным с процессами приватизации и появлением акционерной собственности. По мере укрупнения предприятий и их выхода на мировые рынки стала выстраиваться и современная система корпоративного управления, которая в значительной степени появилась в результате трансплантации этого рыночного института, сформировавшегося в экономически развитых странах. Вместе с этими процессами пришли и чуть ли не аксиоматические ожидания позитивного влияния данного института на результаты экономической деятельности компаний.

Проверка обоснованности таких ожиданий, их подтверждение или опровержение на основе эмпирического исследования стало одной из главных целей совместного проекта Российского института директоров (РИД) и Института экономики РАН. Надо сказать, что проблематика влияния института корпоративного управления на результаты деятельности предприятий довольно широко представлена в литературе. И главным предметом дискуссий остается качество корпоративного управления и степень влияния этого важнейшего института рынка на результативность деятельности компаний.

1.1. Институт корпоративного управления

Можно выделить два направления исследований. Одно из них базируется на построении разного рода индексов и качественных оценок практик корпоративного управления на основе специальных обследований и имеющихся статистических данных. Второе связано с использованием эконометрических моделей, направленных на выявление определенных зависимостей результатов деятельности компаний от отдельных показателей института корпоративного управления и анализ общей траектории его развития.

1.1.1. Оценки практик корпоративного управления

Обратим внимание на ряд работ, в которых на основе прямых обследований российских компаний и статистических методов анализируются количественные и качественные характеристики института корпоративного управления. Прежде всего надо назвать мониторинг практики корпоративного управления, который начиная с 2004 г. регулярно осуществляется Российским институтом директоров. Собираемая в его рамках информация создает реальные возможности для анализа динамики отдельных показателей и общего уровня корпоративного управления в российских компаниях с выделением тех направлений данного института, где наблюдается определенное улучшение и/или ухудшение. При этом сами анализируемые компании подразделяются на однородные группы по признакам «компания с госучастием», «компания, имеющая листинг».

В рамках проводимых РИД исследований анализируемые компании сопоставляются по уровню корпоративного управления, причем не только по всей их совокупности, но и между ее отдельными группами. Большим достоинством этих исследований является их регулярный характер, что позволяет выявлять тенденции в эволюции института корпоративного управления. Важно отметить, что в исследуемой выборке участвуют компании с разной формой собственности и разной отраслевой принадлежностью.

Отметим, что в основе методики исследования лежит оценка соответствия практики корпоративного управления методике Национального рейтинга корпоративного управления (НРКУ)¹, структурными элементами которого являются:

- права акционеров;
- деятельность органов управления и контроля;
- раскрытие информации;
- корпоративная социальная ответственность и устойчивое развитие.

На их основе осуществляются мониторинг и анализ по 145 критериям. При этом информационная база исследования строится на основе данных интернет-сайтов компаний, ежеквартальных и годовых отчетов, финансовой отчетности по РСБУ и/или МСФО, лент новостей информационных агентств и других публичных источников.

В 2015 г. в рамках совместного проекта РИД и Московской школы управления «Сколково» проводился опрос 30 непубличных компаний с годовой выручкой от 500 млн до 50 млрд руб. – как в формате онлайн-анкетирования, так и на бумажных носителях. В совместной работе РИД и экономического факультета МГУ 2020 г. в таком опросе участвовали 33 компании с годовой выручкой от 500 млн до 50 млрд руб.

Особое внимание надо уделить Национальному индексу корпоративного управления (RUCGI), разработанному Центром корпоративного управления TopCompetence. Данное исследование проводится ежегодно начиная с 2015 г. компанией TopCompetence при поддержке Московской биржи и Центра системных трансформаций экономического факультета МГУ им. Ломоносова. Целью введения данного индекса является внедрение открытой и прозрачной методики, которая позволяла бы оценивать уровень корпоративного управления публичных компаний и степень его влияния на их стоимость, причем осуществлять данную про-

1. Российский институт директоров. Методика НРКУ. rid.ru/nacionalnyj-rejting/metodika-nrku.

цедуру с помощью предложенного инструментария могут все заинтересованные стороны. На основе результатов расчета RUSGI обеспечивается ранжирование компаний и составляется определенный ТОП-10 и ТОП-20 лидеров в области корпоративного управления.

Исследование компании TopCompetence строится на основе интегральной оценки качественной и количественной информации о соблюдении в российских компаниях принципов корпоративного управления. В 2019 г. было заключено соглашение о партнерстве между TopCompetence и Московской биржей, в результате чего национальный индекс корпоративного управления становится официальным биржевым индикатором. RUSGI регулярно обновляется Московской биржей по ТОП-20 компаниям-лидерам, выявленным ежеквартально TopCompetence.

Выборка состоит из 100 публичных компаний, которые являются крупнейшими по капитализации и чьи акции котируются на Московской бирже. Подробная методология расчета RUSGI приведена на официальном сайте (Национальный индекс..., 2019). Отметим основные элементы и этапы построения данного Национального индекса. Критерии для анализа компаний разрабатывались с учетом:

- принципов корпоративного управления ОЭСР;
- правил листинга Московской биржи;
- положений Кодекса корпоративного управления;
- лучшей российской и зарубежной практики корпоративного управления;
- показателей free-float компании.

Информационная база для расчета индекса формируется из данных, полученных в годовых и ежеквартальных отчетах компаний, с корпоративных веб-сайтов, из новостных лент, аналитики Московской биржи. На ее основе, содержащей более 170 показателей, эксперты оценивают выбранные 100 компаний, выявляя их степень соответствия принципам, которые сформулированы в национальном Кодексе корпоративного управления. Использование полученных оце-

нок позволяет определить рейтинг компаний. При этом Московская Биржа проводит дополнительный анализ отобранных фирм по параметру free-float.

По тем компаниям, которые в итоге входят в ТОП-20, Московская биржа строит биржевой индекс. Исходя из результатов аналитического этапа рассчитываются статистические показатели, характеризующие степень развития корпоративного управления, изучается их динамика начиная с 2015 г. и выявляются ежегодные изменения и особенности данного управления в российских компаниях.

Отдельного обсуждения заслуживают «Обзоры практик корпоративного управления в российских публичных обществах», которые проводятся Банком России ежегодно начиная с 2015 г. Данная работа носит аналитический характер, в ней приводятся результаты мониторинга внедрения российскими публичными акционерными обществами принципов и рекомендаций Кодекса корпоративного управления. В рамках мониторинга рассматриваются компании, чьи акции включены в Список ценных бумаг, допущенных к торгам ПАО Московская биржа.

Указанные обзоры осуществляются на основе данных, содержащихся в отчетах о соблюдении принципов и рекомендаций Кодекса, составленных компаниями по форме отчета, рекомендованной информационным письмом Банка России № ИН-06-52/8. Эта информация обычно входит в состав годовых отчетов акционерных обществ. Важно отметить, что данные, которые приведены в годовых отчетах компаний, не использовавших указанную форму при подготовке отчета о соблюдении принципов и рекомендаций Кодекса, не включаются в подготовку данного обзора. Сам обзор состоит из следующих разделов:

- краткое описание основных изменений и новаций законодательства в сфере корпоративных отношений и корпоративного управления в России и за рубежом;
- рассмотрение практики внедрения принципов и рекомендаций Кодекса;

- анализ качества объяснений причин несоблюдения (частичного соблюдения) принципов и рекомендаций Кодекса компаниями;
- пояснения, касающиеся содержательного наполнения, и рекомендации по внедрению некоторых положений Кодекса, которые вызывают у компаний затруднения.

В этом контексте нельзя не обратить внимание на исследование «Корпоративное управление и саморегулирование в системе институциональных изменений» (Энтов, Радыгин, Межеряус, Швецов, 2006), в котором подробно анализируются как нормы и стандарты, содержащиеся в различных добровольных национальных и международных кодексах корпоративного управления, так и результаты эконометрических исследований и некоторые методики, позволяющие оценить прозрачность отчетных данных, которые предоставляются крупнейшими российскими частными и государственными компаниями.

1.1.2. Эконометрические исследования

В общем массиве исследований института корпоративного управления весьма значительное место принадлежит эконометрическим моделям и соответствующему анализу количественного влияния характеристик совета директоров (СД) на эффективность компании. Так, в работе «Влияние совета директоров на эффективность бизнеса: результаты зарубежных и российских исследований» представлен подробный обзор российских и зарубежных публикаций, в которых поднимается вопрос воздействия состава и структуры советов на финансовые результаты деятельности фирм (Дуляк, 2015).

Отметим, что проблематика взаимосвязей характеристик совета директоров и эффективности деятельности компании для развитых рынков довольно глубоко изучена зарубежными исследователями (Yermack, 1996; Klein, 1988; Millstein, 1998; Campbell, 2010). Анализ влияния совета директоров и его структуры на показатели эффективности деятельности фирм в переходных экономиках представлен в рабо-

тах (*Black, 2001; Mak, Li, 2001; Peng, 2004; Iwasaki, 2008*). Влияние института корпоративного управления на результаты деятельности фирмы в России были предметом исследований российских экономистов (*Басаргин, Перевалов, 2000; Радыгин, 2002, 2004; Долгопятова, 2007, 2009; Ружанская, 2008; Иваишкова, 2009*).

При анализе влияния совета директоров на эффективность деятельности компании рассматривается, как правило, почти стандартный набор характеристик: наличие независимых директоров; неисполнительных директоров; доля инсайдеров; степень обновления совета директоров; размер вознаграждения директоров; наличие соответствующих комитетов. При этом в роли индикаторов, характеризующих эффективность деятельности компаний, обычно выступают: доходность собственного капитала; стоимость капитала и компании; продажа и рентабельность активов; затраты на научные исследования и разработки.

Важно отметить, что все перечисленные выше работы в результате проведенных эмпирических исследований не дают однозначного ответа о влиянии перечисленных характеристик совета директоров на эффективность работы компании. Исследователи, в том числе Ю.И. Дуляк (*Дуляк, 2013а, б*), объясняют это тем, что возникают сложности при формировании непосредственно выборки и базы данных для исследования. В частности, влияние на качество полученных результатов оказывают размер и структура выборки, а также национальные особенности тех стран, в которых функционируют анализируемые компании, и периоды исследования.

Российские исследования в основном сосредоточены на вопросах влияния структуры акционерного капитала и качества корпоративного управления на деятельность компаний. Существует всего несколько работ по оценке влияния совета директоров на финансовые результаты компании, где анализируются вопросы, насколько качественно он работает и какие его характеристики делают работу эффективной с точки зрения развития бизнеса.

Эта работа К. Ильчука, в которой исследование строится на основании отчетов более двухсот эмитентов за период с 1999 по 2004 гг. При этом рассматривается влияние доли инсайдеров и аутсайдеров в структуре совета директоров на долю валовой прибыли в выручке. Под аутсайдерами понимаются представители внешних структур, а именно: государства; финансового сектора; промышленности; крупных холдингов (Ильчук, 2009). В исследовании А. Степановой и М. Масленниковой рассматриваются российские и бразильские публичные компании. На основании результатов деятельности в общей сложности 78 фирм авторы осуществляют эмпирический анализ, включающий как размер СД и число его независимых членов, так и структуру собственности и качество корпоративного управления (Масленникова, Степанова, 2010).

Достаточно много работ посвящено анализу влияния состава и структуры совета директоров на степень эффективного функционирования компаний. При этом личным характеристикам членов совета директоров уделяется не так много внимания. В этой связи стоит более подробно рассмотреть два исследования Ю.И. Дуляк — «Влияние совета директоров на эффективность бизнеса: эмпирический анализ на примере российских компаний» и «Эмпирический анализ влияния совета директоров на финансовые результаты деятельности российских компаний» (Дуляк, 2013с, 2015).

В этих работах рассматривается случайная выборка 200 российских компаний в 2007–2011 гг. Информацией служат данные отчетов эмитентов в информационно-аналитической базе данных СПАРК Интерфакс. В исследование не включены компании, предоставляющие финансовые услуги, и предприятия, функционирующие менее 5 лет. Выбранные компании охватывали разные виды экономической деятельности и находились в следующих федеральных округах: Сибирский, Дальневосточный, Уральский, Приволжский, Кавказский, Южный, Северо-Западный, Центральный. При этом тестировались следующие гипотезы:

- личные характеристики отдельных членов совета директоров оказывают влияние на эффективность деятельности компании;
- эффективность результатов деятельности компании зависит от структуры и состава совета директоров;
- проводимая корпоративная политика влияет на эффективность деятельности фирмы.

Обе работы представляют собой эконометрический анализ на основе объединенной модели панельных данных (*pooled model*), модели панельных данных с фиксированными (*fixed effects model*) и случайными (*random effects model*) эффектами. В них сформулирован вывод, что наиболее точной и информативной является модель с детерминированными индивидуальными эффектами. В качестве зависимых переменных, которые характеризуют эффективность деятельности компании, выступают: экономическая прибыль, которая рассчитывается как произведение объема инвестированного капитала на разницу между отдачей от него и средневзвешенными затратами на него; логарифм выручки компании.

В проводимых исследованиях рассчитывается модификация базовой модели, в которой в качестве зависимых переменных рассматриваются рентабельность активов компании и их оборачиваемость. Выполненный обширный эконометрический анализ позволил сделать вывод о том, что на эффективность деятельности компании оказывают значимое положительное влияние следующие характеристики совета директоров: доля исполнительных директоров в составе совета; членство председателя совета компании в советах других компаний; число директоров с опытом работы в данной отрасли в прошлом; опыт работы в государственных структурах; опыт одновременной работы в составе советов других компаний; опыт работы в аналогичной отрасли. Автор отмечает, что указанные регрессоры оказывают одинаковое влияние на зависимые переменные как для публичных, так и для непубличных компаний.

Кроме того, было выявлено, что увеличение таких параметров, как размер совета директоров, количество директо-

ров, которые имеют в прошлом опыт работы в аналогичной отрасли, и количество директоров, являющихся членами совета директоров в других компаниях, приводит к росту объемов получаемой компанией выручки. Также положительный эффект на размер выручки оказывает опыт работы председателя совета в аналогичной отрасли, в которой функционирует компания. При этом отрицательное воздействие на выручку имеют показатели: число исполнительных директоров, число директоров, которые имеют опыт работы в государственных структурах, и возраст председателя совета директоров

При рассмотрении модели со случайными эффектами значимыми оказались такие переменные, как число директоров с высшим образованием, доля независимых директоров и наличие у председателя опыта работы в зарубежных компаниях. Модель с фиксированными эффектами также показала, что рост указанных выше параметров совета директоров приводит к увеличению объемов выручки. При этом отрицательное влияние имеют такие переменные, как число исполнительных директоров в составе совета директоров и наличие у председателя опыта работы в федеральных/региональных органах власти.

Еще одной значимой работой по корпоративному управлению, выводы которой основываются на эконометрическом анализе данных, является совместное исследование Российского института директоров и Научно-учебной лаборатории корпоративных финансов ГУ—ВШЭ. Основная задача заключалась в изучении деятельности российских компаний, в том числе роли и функций совета директоров, при ориентации на критерий создания экономической прибыли (Исследование..., 2007). Помимо самого эконометрического анализа исследование содержит также развернутый обзор как зарубежных, так и российских работ по смежной тематике, где выделяются три типа изучения корпоративного управления:

- единичного признака для выражения качества работы совета директоров; применяются простые, тра-

диционные показатели, получаемые из финансовой отчетности. Для выражения результатов деятельности компании рассматриваются следующие показатели, которые рассчитаны по данным отчетности: доходность совокупных активов (ROA); доходность собственного капитала (ROE); рентабельность продаж (ROS);

- единичного признака, отражающего качество работы совета директоров, и применение расширенного набора измерителей результативности компании, включающего рыночные показатели, например, динамику курса акций в дополнение к бухгалтерским показателям;
- широкого круга параметров деятельности совета директоров компаний, в том числе рейтингов корпоративного управления или агрегированных факторов, сформированных исследователями на основе расширенного набора показателей.

Основной гипотезой исследования РИД и ГУ–ВШЭ являлось предположение о положительной зависимости между качеством корпоративного управления и стратегической эффективностью, выраженной через экономическую прибыль компаний. Изучаемая выборка включала наблюдения по 41 компании в период с 2004 по 2006 гг. При проверке данной гипотезы с помощью эконометрического моделирования в качестве зависимой переменной была использована прибыль, рассчитанная после вычета затрат на капитал и с учетом требуемой доходности инвесторов и вычисленная двумя различными способами ввиду особенностей измерения показателя средневзвешенных затрат на капитал. В качестве независимых переменных были выбраны: операционный риск компании; структура капитала; уровень капитальных инвестиций относительно совокупных активов; несколько фиктивных переменных. Поиск взаимосвязей осуществлялся при помощи сквозных панельных регрессий, а также регрессий с фиксированными и случайными эффектами.

Итогом расчетов стало обнаружение отрицательной связи показателей деятельности совета директоров и экономической прибыли предприятий. В качестве основного аргумента, подтверждающего полученный результат, стало предположение о начальной стадии формирования ответственности совета директоров, в рамках которой он осуществляет деятельность по приведению в порядок организационных структур советов директоров и механизмов их работы, созданию регламентов и устранению конфликтов внутри процедур и механизмов управления, а также выстраивает и подбирает состав директоров.

В завершение этого небольшого обзора сформулируем некоторые общие выводы в отношении исследований института корпоративного управления. Во-первых, следует подчеркнуть, что масштабные исследования Российского института директоров, связанные с регулярным мониторингом практики корпоративного управления, и создание Базы данных РИД, стали поворотным моментом в осмыслении этого трансплантированного в российскую экономку важнейшего рыночного института.

Во-вторых, надо отметить ту значительную роль, которую сыграли многочисленные исследовательские проекты, направленные на формирование качественных оценок и выявление количественных закономерностей влияния отдельных характеристик института корпоративного управления на результаты экономической деятельности компаний.

В-третьих, ряд выявленных статистически значимых зависимостей не подтвердил исходное предположение о том, что один из важнейших элементов корпоративного управления – совет директоров – оказывает положительное влияние на результаты экономической деятельности предприятий (Дуляк, 2015).

В-четвертых, аксиоматический тезис о наличии позитивных макро- и микроэкономических эффектов института корпоративного управления, являющегося одним из основных институциональных компонентов экономического

роста (Энто́в, Радыгин, Межераупс, Швецов, 2006), нуждается в соответствующем эмпирическом подтверждении.

В-пятых, анализ влияния корпоративного управления на результаты экономической деятельности предприятий и в целом на микро- и макроэкономический рост требует расширения исследовательской программы с выходом за пределы изучения отдельных характеристик этого института рынка, что предполагает и несколько иной теоретический подход.

1.2. Экономический рост и институт корпоративного управления

В связи с этим подчеркнем, что главный акцент в настоящем исследовании сделан на решении двух задач. Во-первых, на теоретических и прикладных аспектах определения композитных факторов, характеризующих структурные элементы института корпоративного управления. Во-вторых, на моделировании влияния указанных факторов на результаты деятельности предприятий с использованием как статистически наблюдаемых показателей, так и сконструированных на их основе агрегатов в виде соответствующих потенциалов экономического роста.

Измерение композитных факторов корпоративного управления и потенциалов экономического роста представляет собой довольно сложную задачу, как в методологическом плане, так и с точки зрения построения соответствующих эконометрических моделей. При этом теоретической основой моделирования и оценки влияния факторов корпоративного управления на экономический рост послужили концепция производственной функции и ее развитие с учетом достижений представителей «новой экономики», рассматривающих обобщенные модели производственной функции².

2. См., например работы следующих авторов: (Jorgenson, 2003, 2005; Corrado, Hulten, Sichel, 2005, 2009; Soloveichik, 2010; Corrado, Haske, Jona-Lasini, Iommi, 2016; Adarov, Stebrer, 2019; Бобылева, 2020), исследования которых объединяет предложенная ими концепция «новой экономики».

1.2.1. Производственная функция

Экономисты всегда проявляли интерес к факторам экономического развития и роста благосостояния страны. При этом еще в первой половине XX столетия была представлена концепция производственной функции, одним из создателей которой принято считать Кнута Викселля, предложившего функцию полезности для двухфакторной модели (Нейман, 2003). Несмотря на то, что указанная модель появлялась в работах Викселля, Уикстида и Вальраса, ее настоящая легитимация состоялась лишь после эмпирического исследования американских экономистов Чарльза Кобба и Пола Дугласа, в котором результаты американской экономики в период 1899–1922 гг. были представлены в виде функции от объема капитала и количества затраченного труда (Cobb, Douglas, 1928):

$$Y = AK^{\alpha}L^{\beta}, \quad (1.2.1)$$

где Y — выпуск; A — технологический коэффициент, отражающий влияние факторов, не вошедших в это уравнение; K — физический капитал; L — труд; α — коэффициент эластичности производства по затратам труда; β — коэффициент эластичности производства по затратам капитала.

Производственная функция Кобба–Дугласа характеризуется постоянной отдачей, если $\alpha + \beta = 1$, и соответственно возрастающей (убывающей), если $\alpha + \beta > 1$ ($\alpha + \beta < 1$). Наиболее часто производственная функция применялась в качестве инструментария аппроксимации реальных экономических процессов с целью определения зависимости между количеством произведенного продукта и факторами производства (использованными ресурсами). Одним из направлений анализа производственной функции является декомпозиция этой зависимости и оценка экономических эффектов использования соответствующих факторов в производстве — распределения доходов от них.

Новый этап развития теории производственных функций связывают обычно с формированием неоклассической

модели экзогенного роста, сформулированной независимо друг от друга Робертом Солоу и Тревором Своном (*Solow*, 1956, 1957; *Swan*, 1956). При этом нельзя не обратить внимания и на предшествующие модели, к которым, кроме функции Кобба–Дугласа, надо отнести кейнсианскую модель экзогенного экономического роста Харрода – Домара, объясняющую рост экономики в долгосрочном периоде при условии постоянства предельной производительности капитала и нормы его сбережения (*Harrod*, 1939; *Domar*, 1946).

В модели Р. Солоу, которую в определенном смысле можно противопоставить модели Харрода–Домара, повышение ВВП объясняется ростом населения, инвестициями, но, главное, техническим прогрессом. Так, согласно модели Солоу, для достижения устойчивого экономического роста требуется не «расширение» капитала, а его «углубление» – повышение его отдачи в результате технологического прогресса:

$$Y = K^{\alpha}(AL)^{1-\alpha}, \quad (1.2.2)$$

где $0 < \alpha < 1$ является эластичностью выпуска по отношению к капиталу, A – характеризует технологию, «увеличивающую» труд, без дополнительного роста затрат труда. Иначе говоря, AL представляет «эффективный труд».

В основе этого подхода, как отмечает Дарон Аджемоглу, лежит неоклассическая (агрегированная) производственная функция, часто указываемая как тип Кобба – Дугласа, которая позволяет модели «вступать в контакт с микроэкономикой» (*Acemoglu*, 2009). Производительность труда в такой модели объясняется в первую очередь его фондовооруженностью, т. е. количеством машин и оборудования на одного работника. Модель Солоу благодаря своим свойствам стала отправной точкой для различных ее модификаций.

Отметим, что на начальном этапе в модели экономического роста использовались экзогенно задаваемые параметры: «норма сбережений» и «темпы научно-технического прогресса», от которых он зависит. При этом теория явно нуждалась в обосновании темпов экономического роста внутренними

(эндогенными) факторами. С целью решения данного вопроса была использована межвременная функция полезности потребителя, объясняющая норму сбережения как следствие решений экономических агентов, и выработано известное условие оптимального выбора потребителя (*Ramsey, 1928*).

На основе подхода Фрэнка Рамсея была создана модель Рамсея–Касса–Купманса, главной особенностью которой стало определение нормы сбережений в ходе решения задач оптимизации потребителями и фирмами, взаимодействующими в условиях совершенной конкуренции (*Koopmans, 1963, 1965; Cass, 1965*). Следует обратить внимание и на тот факт, что модель производственной функции Рамсея–Касса–Купманса раскрыла механизм формирования нормы сбережений и продемонстрировала возможности дальнейшего анализа того, как решения индивидов формируют накопления физического и человеческого капиталов, обуславливая тем самым научно-технический прогресс.

В более поздних моделях (*Romer, 1986; Lucas, 1988*) научно-технический прогресс стал рассматриваться уже в качестве эндогенной переменной. В этом же ряду можно назвать и модель Мэнкью–Ромера–Вейла (*Mankiw et al., 1990*), в которой введено дополнительное условие «симметричности» в отношении человеческого капитала и предполагается, что его свойства аналогичны свойствам капитала физического:

$$Y = K^\alpha H^\beta (AL)^{1-\alpha-\beta}, \quad (1.2.3)$$

где H — человеческий капитал; A — нейтральный технический прогресс (производительность труда растет так же быстро, как и его капиталовооруженность); $\alpha > 0$ и $\beta > 0$ — параметры производственной функции: $\alpha + \beta < 1$.

Несмотря на очевидный прогресс в применении факторной концепции к анализу экономического роста, многие исследователи высказали сомнения в способности имеющихся моделей производственных функций в полной мере объяснить и измерить фундаментальные источники экономического роста.

1.2.2. Расширенная модель производственной функции

Подчеркнем, что для целей настоящего исследования, связанных с оценкой влияния института корпоративного управления на экономический рост, непосредственно приведенная выше модель (1.2.3) использоваться быть не может. Главным образом из-за того, что она оперирует ограниченным числом факторов, так или иначе связанных лишь с материальными ресурсами и накопленными знаниями. При этом неучтенные факторы оказались «растворены» в общей факторной производительности — своеобразной «шкатулке» скрытых причин экономического роста, которая трактуется к тому же излишне узко, «как мерило долгосрочных технологических изменений».

Обратившись к экономической истории, нетрудно заметить, что по мере общего развития вклад факторов труда и капитала в экономический рост постепенно снижался, уступая часть своих позиций сначала техническому и технологическому прогрессу, а затем накопленным знаниям, умениям и навыкам — человеческому капиталу. Достаточно посмотреть на капитализацию крупнейших мировых корпораций, чтобы увидеть, что факторы физического капитала и численности работников не определяют сегодня успешность и лидерство компаний.

Более того, похоже, что наступило новое время и формируется новый тренд, в соответствии с которым только технологическим прогрессом и накопленными знаниями уже невозможно объяснить общую факторную производительность. И, как отмечают ряд специалистов, неучтенными оказались многие факторы, «которые принято связывать с общей факторной производительностью, ... включая различные институциональные и экономико-географические условия» (Земцов, Смелов, 2018. С. 87)³. Очевидно, что к ним относятся система государственного регулирования, организационные структуры и фактор корпоративного управления.

3. См. также: (Луговой и др., 2007; Бураков и др., 2019).

Свидетельствуют об этом и появляющиеся исследования, в которых ставятся задачи, связанные с более детальным анализом общей факторной производительности, включая влияние на экономический рост институциональных факторов (Энтов и др., 2006; Vosma et al., 2018), модели государства и государственного управления (Рубинштейн, 2018; Экономическая теория..., 2020), а также ряда других. Но настоящим прорывом стали работы по созданию расширенной версии производственной функции. Речь идет о развитии теории производственных функций в работах исследователей «новой экономики» (Hulten, 1979; Corrado, Hulten, Sichel, 2005; Adarov, Stebrer, 2019), в которых главной новацией стала гипотеза о зависимости величины совокупной факторной производительности A от инвестиций в человеческий капитал H и нематериальные активы N :

$$A = f(H, N). \quad (1.2.4)$$

Адепты «новой экономики» подчеркивают, что вложения в нематериальные активы являются стратегическими инвестициями в долгосрочное развитие отдельных предприятий и экономики в целом. В соответствии с такими представлениями, нашедшими отражение в конкретных рекомендациях для Системы национальных счетов и создаваемой базе данных «WORLD KLEMS»⁴, любые расходы, направленные на увеличение будущего, а не текущего потребления, следует рассматривать как инвестиции (Corrado, Hulten, Sichel, 2005. P. 5). В этом контексте нематериальные активы можно трактовать как один из факторов экономического роста.

Иначе говоря, данное направление исследований ставит своей целью «разгрузить» шкатулку общей факторной производительности и, кроме факторов труда, физического и человеческого капитала, идентифицировать нематериальные активы как отдельный фактор экономического роста.

4. Проект KLEMS направлен на продвижение и облегчение анализа моделей роста и производительности во всем мире на основе системы учета экономического роста. www.worldklems.net.

В этом, собственно, и заключается содержание расширенной модели производственной функции:

$$Y = K^\alpha H^\beta N^\gamma (AL)^{1-\alpha-\beta-\gamma}. \quad (1.2.5)$$

Выполнив стандартную процедуру декомпозиции экономического роста в производственной функции – прологарифмировав отношение левой и правой части равенства (1.2.5) к численности занятых, и введя дополнительные обозначения: $\lambda_1 = \alpha / (1 - \alpha - \beta - \gamma)$; $\lambda_2 = \beta / (1 - \alpha - \beta - \gamma)$; $\lambda_3 = \gamma / (1 - \alpha - \beta - \gamma)$, можно получить линейную формулу для расширенной версии производственной функции:

$$\ln(Y/L) = \lambda_1 \ln(K/L) + \lambda_2 \ln(H/L) + \lambda_3 \ln(U/L) + A. \quad (1.2.6)$$

Отметим, что во многих работах, применяющих модель экзогенного роста Мэнкью–Ромера–Вейла, в которой человеческий капитал проявляет такие же свойства, как и физический (гипотеза симметричности), используется понятие нормы сбережения, которая для физического капитала определяется как отношение стоимости основных фондов к ВВП (S_k), а для человеческого – в виде доли числа работников с высшим образованием в общей численности занятых или среднего числа лет обучения работников (S_h)⁵. Можно предположить, что и нематериальный актив, также как и физический капитал, со временем устаревает (амортизируется), обуславливая необходимость замены его отдельных элементов и его восстановления в результате соответствующей модернизации, требующей инвестиционных расходов. Введя по аналогии норму сбережения нематериального актива (S_N), можно расширенную модель производственной функции представить в следующем виде:

$$\ln(Y/L) = \lambda_1 \ln S_K + \lambda_2 \ln S_H + \lambda_3 \ln S_N + A. \quad (1.2.7)$$

При этом даже с учетом определенных успехов, достигнутых в применении различных модификаций расширенной

5. См., например: (Земцов, Смелов, 2018. С. 93).

производственной функции⁶, задачу оценки вклада нематериальных активов в экономический рост нельзя считать окончательно решенной. Нужны дополнительные исследования, а главное — необходима радикальная перестройка Системы национальных счетов, которая позволила бы ответить на вопрос, какая часть эффектов от нематериальных активов участвует в экономическом росте.

1.2.3. Моделирование института корпоративного управления

Наверное, не нужно доказывать, что система корпоративного управления — одна из основ рыночной экономики (Капелюшников, Демина, 2005), наряду с другими составляющими деятельности компании, является важной частью ее нематериальных активов. С учетом этого можно определить спецификацию расширенной версии производственной функции (1.2.7) непосредственно для исследования влияния института корпоративного управления на экономический рост:

$$\ln(Y/L) = \lambda_1 \ln S_K + \lambda_2 \ln S_H + \lambda_3 \ln S_U + A, \quad (1.2.8)$$

где S_U — некий аналог нормы сбережения особого вида нематериального актива, представленного институтом корпоративного управления.

Однако само по себе выражение (1.2.8) не обеспечивает решение поставленной задачи исследования. Дело в том, что производственная функция в обычной или расширенной версии применяется, как правило, для оценки вклада в экономический рост (выпуск или производительность труда) статистически наблюдаемых факторов, таких как труд, физический или человеческий капитал, имеющий соответствующий измеритель. В нашем же случае мы имеем дело с особым

6. В рамках общего подхода развиваются исследования, непосредственно направленные на оценку инвестиций в нематериальные активы и их вклада в экономический рост (Soloveichik, 2010. P. 110). Вместе с тем пока речь идет лишь о немногих проектах «новой экономики», а оценки вклада нематериальных активов в экономический рост присутствуют лишь в поисковых исследованиях (Adarov, Stehrer, 2019).

видом нематериальных активов — институтом корпоративного управления, которого существующий статистический учет никак не «замечает». Исследователь сталкивается здесь с двумя основными трудностями.

Во-первых, как и в данных Росстата, в Системе национальных счетов отсутствует необходимая информация об институте корпоративного управления предприятий. И даже в разработках WORLD KLEMS и Russia KLEMS, где нематериальным активам уделяется пристальное внимание, нет данных об этом особом институте. Поэтому фактически любые измерения нематериальных активов, относящиеся к корпоративному управлению, включая определение нормы сбережения этого вида актива, возможны лишь на основе специальных обследований, в частности, Базы данных, сформированной Российским институтом директоров (РИД) в результате десятилетнего мониторинга практики более 100 крупнейших российских компаний.

Следует также обратить внимание на обзоры практики корпоративного управления Центрального банка⁷, куда компании отправляют отчеты о соблюдении Кодекса корпоративного управления, и исследования консалтинговой компании «ТорCompetence»⁸.

Во-вторых, исследуя возможности оценки влияния фактора корпоративного управления на экономический рост, надо иметь в виду, что в отличие от других факторов производственной функции (например, совокупного капитала и/или труда), которые сопоставляются с макроагрегированным показателем выпуска продукции (например, ВВП), в данном случае предметом анализа являются результаты деятельности конкретных предприятий. Речь идет об оценке вклада композитных факторов корпоративного управления в экономические результаты деятельности компаний.

Полагая, что система корпоративного управления непосредственно относится к нематериальным активам, можно

7. www.cbr.ru/Collection/Collection/File/25363/Review_29112019.pdf.

8. cgindex.ru.

сделать вывод, что ее совершенствование способствует экономической успешности компаний. Однако для оценки вклада данного института в экономический рост с помощью производственной функции этого недостаточно; необходимо определить соответствующие измерители экономического роста, на которые влияет указанный вид нематериальных активов.

Решение этой задачи не имеет простого решения. Дело в том, что производственная функция в обычной или расширенной версии применяется, как правило, для аппроксимации макроагрегированных показателей, например, выпуска продукции или производительности труда в целом по экономике. При исследовании же возможностей оценки влияния института корпоративного управления на экономический рост рассматривается непосредственно деятельность отдельных предприятий. Поэтому говорить о вкладе факторов корпоративного управления в экономический рост можно лишь на микроуровне. Наверное, был бы возможен и макроанализ, но для этого необходимо располагать более объемной базой данных РИД, охватывающей достаточно длительный временной период, позволяющий сравнивать динамику факторных агрегатов корпоративного управления с изменениями ВВП или добавленной стоимости.

В сложившихся же обстоятельствах микроаналитика может быть только дополнена использованием в качестве измерителей так называемых потенциалов экономического роста, характеризующих его важнейшие составляющие — совокупных активов, масштабов производства и совокупных доходов компаний, представляющих собой соответствующие агрегаты их деятельности. При разного рода дополнительных условиях в отношении агрегирования результатов деятельности компаний и с определенными оговорками можно допустить, что указанные потенциалы позволяют оценивать экономический рост, выходя за границы микроанализа.

Речь идет о разработке двух типов измерителей:

1) конструирование на информационной основе Базы данных РИД квантифицируемых факторов института корпоративного управления, характеризующих «Права акционеров» (F_1), «Деятельность органов управления и контроля» (F_2), «Раскрытие информации» (F_3), «Корпоративную социальную ответственность и устойчивое развитие» (F_4);

2) выбор статистически наблюдаемых показателей и построение соответствующих макроагрегатов – потенциалов экономического роста: «Совокупные активы» (P_1), «Масштабы производства» (P_2), «Совокупный доход» (P_3).

Специального обсуждения требует сам метод измерения композитных факторов корпоративного управления и потенциалов экономического роста. В данном исследовании главный акцент сделан на новом подходе и соответствующей ему методике определения факторов корпоративного управления F и потенциалов экономического роста P .

Во-первых, мы исходим из того, что каждый из композитных факторов корпоративного управления может быть измерен посредством агрегирования соответствующих наборов показателей, входящих в Базу данных РИД, характеризующих «права акционеров», «деятельность органов управления и контроля», «раскрытие информации», «корпоративную социальную ответственность и устойчивое развитие». Предполагается также, что каждый из потенциалов экономического роста – «Совокупные активы», «Масштабы производства» и «Совокупный доход» – может быть измерен посредством агрегирования статистически наблюдаемых показателей экономической деятельности компаний.

Во-вторых, процедура агрегирования, как известно, требует определения весов для набора исходных показателей, характеризующих тот или иной композитный фактор или потенциал. Заметим, что во многих случаях указанные веса выбираются произвольно, исходя из общих соображений тех или иных экспертов. Часто предполагается, что все показатели имеют равный вес; встречаются случаи, когда допускается, что один показатель доминирует и ему присваивается наибольший вес. Подчеркнем,

рассмотрение любого произвольного выбора весов агрегирования снижает достоверность полученных результатов.

Особенностью данного исследования является статистический метод выявления системы весов. При этом использование эмпирических данных и возможностей многомерного статистического анализа (в данном случае речь идет о методе главных компонент) позволяет выявить некоторые скрытые соотношения между исходными показателями, обуславливающие искомую систему весов. Рассчитанные таким образом веса позволяют измерить конкретные значения композитных факторов корпоративного управления и потенциалов экономического роста для каждой компании в каждый момент времени рассматриваемого периода.

В связи с этим выражение (1.2.8) может быть преобразовано в систему параметрических уравнений зависимостей потенциалов экономического роста от факторов корпоративного управления:

$$P_V = \lambda_{V1} F_1 + \lambda_{V2} F_2 + \lambda_{V3} F_3 + \lambda_{V4} F_4, \quad (1.2.9)$$

где P_1 — потенциал экономического роста «Совокупные активы»; P_2 — потенциал экономического роста «Масштабы производства»; P_3 — потенциал экономического роста «Совокупный доход»; F_1 — фактор корпоративного управления «права акционеров»; F_2 — фактор корпоративного управления «деятельность органов управления и контроля»; F_3 — фактор корпоративного управления «раскрытие информации»; F_4 — фактор корпоративного управления «корпоративная социальная ответственность и устойчивое развитие»; λ_{VZ} — параметры линейных зависимостей для потенциалов P_V и факторов F_Z , где $V \in (1, 3)$, $Z \in (1, 4)$.

Следует обратить внимание еще на одну возможность оценки влияния института корпоративного управления на экономическую успешность анализируемых компаний. Речь идет об использовании статистически наблюдаемых данных, характеризующих результаты деятельности предприятий, к которым можно отнести, например, показатели опера-

ционной и чистой прибыли, суммы выплаченных дивидендов и таких индикаторов, как *EBITDA* и рентабельность. Обозначив статистически наблюдаемые показатели такого R_W , где $W \in (1, \omega)$, и воспользовавшись выражением (1.2.9), можно получить следующую систему параметрических уравнений зависимостей экономической успешности предприятий от факторов корпоративного управления:

$$R_W = \lambda_{W1} F_1 + \lambda_{W2} F_2 + \lambda_{W3} F_3 + \lambda_{W4} F_4. \quad (1.2.10)$$

К этому добавим, что параметры λ_{VZ} и λ_{WZ} в системах равенств (1.2.9) и (1.2.10), характеризующие вклад каждого фактора F_Z в величину соответствующих потенциалов экономического роста P_V и статистически наблюдаемых результатов экономической деятельности компаний R_W , могут быть определены на основе построения панельных регрессий с использованием статистической информации о деятельности компаний и Базы данных РИД.

1.3. Инструментарий исследования⁹

В основе решения главной задачи исследования — оценки влияния отдельных элементов института корпоративного управления на экономический рост — лежит методология многомерного статистического анализа с использованием больших информационных массивов (*Big Data*), Речь идет о мониторинге практики корпоративного управления 108 крупных российских компаний в 2010, 2011, 2014 и 2017 гг., обеспечившем формирование:

- Базы данных РИД, включающей 75 показателей, отражающих четыре элемента института корпоративного управления, представленных соответствующими наборами критериев $U_{j_1}; U_{j_2}; U_{j_3}; U_{j_4}$, где $j_1 \in (1, r)$, $j_2 \in (r + 1, s)$, $j_3 \in (s + 1, f)$, $j_4 \in (f + 1, g)$; $r, (s - r), (f - s)$,

9. При описании методов «Главных компонент» и «Multiway data analysis» были использованы материалы публикаций ряда авторов настоящего исследования. См.: (Рубинштейн, Бураков, Славинская, 2017; Рубинштейн, Слуцкий, 2018; Бураков и др., 2019; Рубинштейн, 2020).

$(g - f)$ – число показателей, характеризующих соответствующие элементы корпоративного управления;

- ансамбля статистически наблюдаемых 22 показателей экономической деятельности компаний, структурированного по трем основным разделам, каждый из которых представлен вектором $X_{k1}; X_{k2}; X_{k3}$, где $k_1 \in (1, m), k_2 \in (m + 1, n), k_3 \in (n + 1, b)$ – число показателей, характеризующих соответствующие разделы экономической деятельности компаний.

Таким образом, речь идет о большом объеме исходных данных о корпоративном управлении – совокупности трехмерных матриц $U_1 (u^1_{ijt}); U_2 (u^2_{ijt}); U_3 (u^3_{ijt}); U_4 (u^4_{ijt})$, образующей своеобразный информационный параллелепипед, который содержит 32,4 тыс. чисел, каждое из которых может быть представлено в трехмерном пространстве посредством следующих координат – проекций на ось компаний $i \in (1, 108)$, на ось критериев корпоративного управления $j \in (1, 75)$ и на ось времени (годы) $t \in (1, 4)$. Его дополняет еще один информационный параллелепипед, состоящий из трех трехмерных матриц $X_1 (x^1_{ikt}); X_2 (x^2_{ikt}); X_3 (x^3_{ikt})$ и содержащий 9,5 тыс. чисел, координатами которых являются те же самые оси компаний $i \in (1, 108)$ и времени $t \in (1, 4)$, а также ось показателей их экономической деятельности $k \in (1, 22)$. В целом объектом анализа служит совокупный массив данных, состоящий из 41,9 тыс. чисел.

Можно допустить, что многие элементы этих информационных параллелепипедов между собой статистически связаны. Более того, можно сформулировать вполне стандартную гипотезу, что в указанных связях проявляются некие скрытые причины (латентные факторы), под влиянием которых меняются значения статистически наблюдаемых показателей. Иначе говоря, в соответствии с ней каждый из наблюдаемых показателей может быть представлен в виде линейной комбинации латентных факторов. Проверка этой важной гипотезы предполагает выявление этих скрытых причин, их измерение и содержательную интерпретацию.

1.3.1. Метод главных компонент (МГК)

Надо сказать, что данная гипотеза соответствует исходным предпосылкам нескольких методик многомерного статистического анализа и, в частности, широко применяемого метода главных компонент (*Principal Components Analysis* – *PCA*), где для нахождения латентных факторов используется еще одно условие, симметричное основной гипотезе. Речь идет о том, что искомые компоненты (латентные факторы) также должны определяться в виде линейных комбинаций, но уже статистически наблюдаемых показателей.

Алгоритм определения главных компонент, исходно представленный еще в статье Карла Пирсона (*Pearson, 1901*), приобрел современную форму в работах Гарольда Хотеллинга (*Hotelling, 1933*)¹⁰. Главное назначение МГК заключается в сокращении числа исходных данных при сохранении максимально возможного количества информации. Эта цель достигается посредством преобразования наблюдаемых показателей с помощью наборов весов в новые независимые переменные, которые называются главными компонентами (см. Прил.).

Следует обратить особое внимание на то обстоятельство, что имеющиеся Базы данных РИД и статистически наблюдаемых показателей экономической деятельности компаний сформированы на основе их мониторинга, который проводился не за один год, а в течение 2010, 2011, 2014 и 2017 гг. И каждая из семи сформированных матриц – $U_1 (u^1_{ijt})$; $U_2 (u^2_{ijt})$; $U_3 (u^3_{ijt})$; $U_4 (u^4_{ijt})$ и $X_1 (x^1_{ikt})$; $X_2 (x^2_{ikt})$; $X_3 (x^3_{ikt})$ – является трехмерной, одна из осей которой отражает годы наблюдений $t \in (1, T)$, $T = 4$. При этом стандартная процедура компонента анализа (1.3.1–1.3.5) предполагает использование только двухмерных матриц (1.3.1) для одного года.

10. Подчеркнем, что «Метод главных компонент» практически не имеет ограничений в использовании для решения задачи снижения размерности исходных наборов показателей и построения существенно меньшего числа композитных. При этом не требуется выполнения даже обычного условия нормальности распределения исходных показателей. См. также: (*Айвазян и др. 1989; Слуцкин, 2006*).

В этом случае возникает естественный вопрос о возможной потере информации. Если каждую трехмерную матрицу преобразовать в четыре двухмерные, используя выборки по соответствующим годам наблюдений, и выполнить для них расчеты весовых функций главных компонент, то полученные результаты породят свои сложности.

Дело в том, что замена одного года наблюдений на другой для той же самой совокупности объектов (анализируемых предприятий) и того же ансамбля статистически наблюдаемых показателей может привести к совершенно другим результатам. Можно ожидать с большой вероятностью, что изменится не только весовая функция показателей в главной компоненте, но и процент объясненной дисперсии, что повлияет на финальные результаты исследования.

Для того, чтобы минимизировать возможные потери информации, следует воспользоваться другой процедурой, многократно опробованной авторами исследования (Рубинштейн, Бураков, Славинская, 2017; Бураков и др., 2019). Речь идет о методе понижения размерности трехмерной матрицы $U = \{u_{ijt}\}$ в результате объединения ее плоскостных сечений по оси t . Этот простой способ позволяет на основе каждой трехмерной матрицы исходных данных, полученных по итогам мониторинга, сформировать двумерную матрицу $U = \{u_{ij}\}$ (рис. 1.3.1).

Совокупность таких матриц, расположенных друг за другом, позволяет создать прямоугольную матрицу $F = \{F_{ij}\}$, где $i \in (1, M)$ и $M=I \times T$ (рис. 1.3.2).

Организованные таким образом матрицы $F_{\mu} = \{F_{ij}^{\mu}\}$ для всех трехмерных матриц $U_1(u^1_{ijt}); U_2(u^2_{ijt}); U_3(u^3_{ijt}); U_4(u^4_{ijt})$ и $X_1(x^1_{ikt}); X_2(x^2_{ikt}); X_3(x^3_{ikt})$, где $\mu \in [1, 7]$, позволяют определить главную компоненту с учетом времени наблюдения в мониторинге, определив для нее факторные нагрузки для соответствующих статистически наблюдаемых показателей¹¹. В табл. 1.3.1 приведена размерность каждой из таких матриц.

11. Подробнее об этом см.: (Рубинштейн, 2016; Рубинштейн, Бураков, Славинская, 2017; Рубинштейн, Слуцкий, 2018).

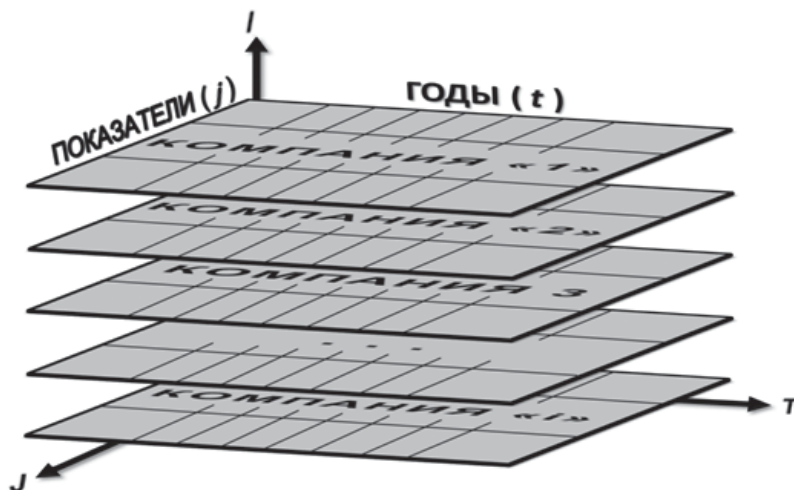


Рис. 1.3.1. Информационный параллелепипед данных мониторинга

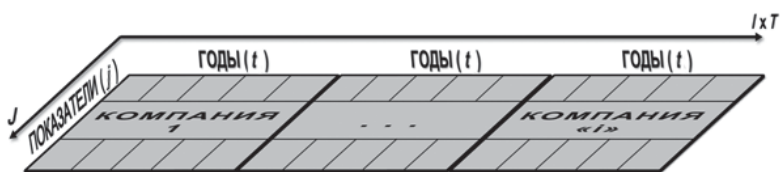


Рис. 1.3.2. Графическое представление двухмерной матрицы F

Таблица 1.3.1. Двухмерные матрицы статистически наблюдаемых показателей

Двухмерные матрицы	Размерность матрицы	Число наблюдаемых показателей	Общее число наблюдений	В том числе:	
				количество компаний	число лет наблюдений
F_1	$M \times r$	R	$M = I \times T$	I	T
F_2	$M \times s$	S	$M = I \times T$	I	T
F_3	$M \times f$	F	$M = I \times T$	I	T
F_4	$M \times g$	G	$M = I \times T$	I	T
F_5	$M \times t$	M	$M = I \times T$	I	T
F_6	$M \times n$	N	$M = I \times T$	I	T
F_7	$M \times b$	H	$M = I \times T$	I	T

Вместе с тем приведенную расчетную процедуру главных компонент нельзя назвать абсолютно лучшим способом определения весовой функции. Дело в том, что при трансформации трехмерной матрицы U в двухмерную матрицу F происходит все же некоторая потеря информации (Kroonenberg, 2008). Еще недавно иной возможности применения главных компонент для многомерных матриц не было. При этом, если перед исследователем стоит задача упорядочения объектов, то в общем случае ее постановка связана как минимум с трехмерным пространством. В нашем случае речь идет о ранжировании оси объектов (анализируемой совокупности компаний), оси характеристик объектов (показатели мониторинга критериев корпоративного управления) и оси времени, в течение которого проводился мониторинг.

В этом контексте обобщение метода главных компонент для многомерных матриц — методология «*Multiway data analysis*» (MW-анализ), стала рубежным моментом для многих задач, где используются большие массивы исходной информации. Речь идет о новой области прикладной эконометрики, задачей которой является уменьшение размерности больших массивов данных.

1.3.2. *Multiway data analysis*

Первые применения этого раздела многомерной статистики появились в психометрии (Carroll, Chang, 1970) и хемометрике (Appellof, Davidson, 1981), а затем в нейробиологии (Möcks, 1988), распознавании образов (Hazan et al., 2005), интеллектуальном анализе данных (Bader et al., 2007), обработке сигналов (De Lathauwer, De Baynast, 2008) и искусственном интеллекте (Acar, Yener, 2009). Хотя ряд работ данного направления был опубликован в первой половине XX столетия, принято считать, что основоположником этого раздела многомерной статистики был Л. Такер (Tucker, 1966). Понятийный аппарат MW-анализа был разработан в его современной форме только к концу прошлого века (Kiers, 2000).

Все вычисления MW-анализа в данной работе производились в статистическом пакете R. Для решения оптимизационной задачи был применен BFGS-алгоритм, который часто используется в вычислительных методах для нахождения точек максимума/минимума нелинейных функций (см. Прил.).

1.3.3. Панельные регрессии

Панельные данные, как известно, это такие пролонгированные пространственные выборки, в которых каждый объект наблюдается многократно на протяжении определенного отрезка времени. Джеймс Хекман отмечал, что создание таких баз данных является одним из главных достижений XX в., ибо их появление позволяет учитывать неоднородность экономической информации.

Можно выделить следующие преимущества моделей панельных данных. Во-первых, исходя из их специальной структуры, построенные модели являются более гибкими и содержательными в сравнении с моделями, которые основаны только на пространственных данных. Во-вторых, появляется возможность учитывать и анализировать непосредственно индивидуальные характеристики экономических объектов, что невозможно в рамках стандартных регрессионных моделей. В-третьих, часто бывает, что ненаблюдаемые факторы коррелируются с другими рассматриваемыми переменными. Это означает, что данный ненаблюдаемый фактор является важной переменной в модели, исключение которого может привести к смещению полученных оценок других параметров. В такой ситуации модели панельных данных позволяют получать более точные оценки параметров. В нашем случае речь идет о Базе данных РИД, которая сформирована на основе регулярного мониторинга практики крупных компаний в течение 2010, 2011, 2014 и 2017 гг. (см. Прил.).

1.3.4. Приложение

Метод главных компонент. Рассмотрим всю совокупность анализируемых компаний и набор критериев, соответствующий одному из четырех элементов корпоративного управления за один год мониторинга. В качестве примера воспользуемся такой составляющей корпоративного управления, как «права акционеров» (U_{j_1}). Массив этих данных может быть организован в виде двухмерной матрицы U , где критерии корпоративного управления представлены столбцами $j_1 \in (1, r)$, а предприятия – строками $i \in (1, 108)$:

$$U = \begin{bmatrix} u_{11} & \cdots & u_{1r} \\ \vdots & \ddots & \vdots \\ u_{i1} & \cdots & u_{ir} \end{bmatrix}. \quad (1.3.1)$$

Метод главных компонент позволяет сжать информацию, содержащуюся в матрице U , до вектора размерности, равной количеству компаний. Стандартное решение этой задачи заключается в том, чтобы найти веса w_1, w_2, \dots, w_r , нормированные условием:

$$w_1^2 + w_2^2 + \dots + w_r^2 = 1, \quad (1.3.2)$$

где r – количество критериев корпоративного управления, характеризующих «права акционеров» таким образом, чтобы дисперсия линейной комбинации столбцов u_1, u_2, \dots, u_r матрицы U :

$$\sum_{j=1}^r w_j u_j \quad (1.3.3)$$

была максимальной. Требуется также, чтобы столбцы u_1, u_2, \dots, u_r были центрированы¹². В результате центрирования сумма элементов каждого столбца равна 0.

12. Это достигается путем предварительного почленного вычитания среднего арифметического \bar{u}_j элементов столбца j , где $j = 1, 2, \dots, r$, из его элементов u_{ij} , $i = 1, 2, \dots, l$.

Условие максимизации дисперсии линейной комбинации (1.3.3) может быть записано в виде формулы:

$$\max_{w_1, w_2, \dots, w_r} \sum_{i=1}^I \left(\sum_{j=1}^r w_j u_{ij} \right)^2. \quad (1.3.4)$$

После того как веса w_1, w_2, \dots, w_r , в формуле (1.3.4) найдены, для каждой анализируемой компании $i \in (1, 108)$ мы получаем главную компоненту $F(F_i)$:

$$F(F_i) = \sum_{j=1}^r w_j u_{ij}. \quad (1.3.5)$$

В ряде ситуаций одной главной компонентой не «хватает», ибо она объясняет недостаточную величину дисперсии. В этом случае может применяться технология «*second best*», предполагающая измерение и содержательную интерпретацию двух главных компонент.

Подчеркнем, вычислительная процедура (1.3.1–1.3.5) может быть использована в расчетах главных компонент применительно к каждой из приведенных выше матриц $U_{j1}; U_{j2}; U_{j3}; U_{j4}$ и $X_{k1}; X_{k2}; X_{k3}$ мониторинга анализируемых российских компаний в 2010, 2011, 2014 и 2017 гг.¹³

Multiway data analysis. Рассмотрим массив данных V и три характеризующие оси – i, j, k . В нашем случае мы имеем ось предприятий – i ; ось характеристик корпоративного управления – j и ось времени (годы наблюдений) – k . Массив V можно представить в виде трехмерной матрицы с элементами v_{ijk} , которая является обобщением понятия прямоугольной матрицы на три измерения.

Первая главная компонента, соответствующая компании i , получается в два этапа. Сначала для каждого предприятия i и года k определяется сумма:

13. Непосредственные вычисления главных компонент (ортогональных линейных комбинаций взвешенных наблюдаемых показателей) могут быть выполнены на основе различных компьютерных пакетов программ. В данном исследовании применялся стандартный пакет «SPSS Statistics for Windows».

$$v_{ik} = \sum_{j=1}^J y_j v_{ijk}, \quad (1.3.6)$$

где y_1, y_2, \dots, y_J — нормированные веса для показателей корпоративного управления (сумма квадратов равна 1); $i \in (1, I)$, $k \in (1, K)$. Таким образом, формируется двухмерная матрица (v_{ik}) размерности $I \times K$.

На втором этапе для каждого предприятия i образуем другую сумму:

$$X_i = \sum_{k=1}^K z_k v_{ik} = \sum_{k=1}^K z_k \sum_{j=1}^J y_j v_{ij}, \quad (1.3.7)$$

где $z \in (1, Z_K)$ — нормированные веса для годов (сумма квадратов равна 1).

Вектор, образованный элементами x_1, x_2, \dots, x_I , аналогичен вектору первых главных компонент в формуле (1.3.3). Порядок нахождения чисел x_1, x_2, \dots, x_I в формуле (1.3.7) не имеет значения. Если бы мы сначала нашли суммы для годов, а затем для характеристик, то получили бы те же самые значения x . Вектор x , вообще говоря, не является нормированным, т. е. сумма квадратов его элементов может не равняться единице.

В результате исходный массив V размерности $I \times J \times K$ был сжат до суммарной размерности $I + J + K$ трех векторов — $x = (x_1, x_2, \dots, x_I)$, $y = (y_1, y_2, \dots, y_J)$ и $z = (z_1, z_2, \dots, z_K)$, соответствующих предприятиям, показателям корпоративного управления и годам наблюдений. В отличие от метода главных компонент векторы x , y и z могут быть нецентрированными. Важно также отметить, что при MW-анализе на втором этапе веса z_1, z_2, \dots, z_r как правило, не равны между собой, что существенно отличается от предыдущих подходов к нахождению вектора x .

Оптимизационная задача в трехмерном случае аналогична двухмерному случаю МГК и формулируется следующим образом. Надо найти нормированные векторы $y = (y_1, y_2, \dots, y_J)$ и $z = (z_1, z_2, \dots, z_K)$, которые максимизируют сумму квадратов элементов вектора $x = (x_1, x_2, \dots, x_I)$, полученных по формуле (1.3.7):

$$\max_{y,z} \sum_{i=1}^I x_i^2. \quad (1.3.8)$$

Существует и другая постановка оптимизационной задачи (1.3.8), которая является обобщением Пирсона (*Pearson, 1901*) метода главных компонент. Он рассматривал вместо оптимизационной задачи (1.3.4) минимизацию суммы квадратов расстояний от наблюдений, представленных векторами, до гиперплоскости. Иначе говоря, в этом случае требуется определить три вектора $x = (x_1, x_2, \dots, x_I)$, $y = (y_1, y_2, \dots, y_J)$ и $z = (z_1, z_2, \dots, z_K)$, минимизирующие выражение:

$$\sum_{i=1}^I \sum_{j=1}^J \sum_{k=1}^K (v_{ijk} - x_i y_j z_k)^2. \quad (1.3.9)$$

При этом подходе на векторы x , y и z не накладываются предварительные ограничения, и они, в отличие от первого метода, входят в формулу (1.3.9) симметрично. Если же ввести дополнительное условие нормированности для векторов y и z , то оптимизационные задачи (1.3.8) и (1.3.9) становятся эквивалентными, т. е. они имеют одинаковый набор решений. Как правило, оптимизационная задача (1.3.9) имеет более одного решения (*Рубинштейн, Слуцкий, 2018*).

Панельные регрессии. Рассмотрим множество компаний $i \in (1, I)$, наблюдаемых в моменты времени $t \in (1, T)$, и пусть каждая из них характеризуется j переменными (признаками):

$$x_{it} = (x_{it}^1, \dots, x_{it}^k) \in R^k. \quad (1.3.10)$$

Введем следующие обозначения: y_{it} — зависимая переменная для компании i в момент времени t ; ε_{it} — соответствующая ошибка:

$$Y_i = \begin{bmatrix} y_{i1} \\ \dots \\ y_{iT} \end{bmatrix}, \quad X_i = \begin{bmatrix} x'_{i1} \\ \dots \\ x'_{iT} \end{bmatrix}, \quad \varepsilon_i = \begin{bmatrix} \varepsilon_{i1} \\ \dots \\ \varepsilon_{iT} \end{bmatrix}. \quad (1.3.11)$$

Также можно ввести «объединенные» наблюдения и ошибки:

$$Y = \begin{bmatrix} Y_1 \\ \dots \\ Y_n \end{bmatrix}, \quad X = \begin{bmatrix} X_1 \\ \dots \\ X_n \end{bmatrix}, \quad \varepsilon = \begin{bmatrix} \varepsilon_1 \\ \dots \\ \varepsilon_n \end{bmatrix}. \quad (1.3.12)$$

Существует три основных вида моделей анализа панельных данных.

1. *Объединенная модель регрессии (Pooled model)*

Она представляет собой обычную линейную модель регрессии:

$$\hat{y}_{it} = x'_{it} * \beta + \mu = \sum_{j=1}^k x'_{it} * \beta_j + \mu, \quad (1.3.13)$$

которая в матричной форме выглядит следующим образом:

$$\hat{y} = X * \beta + \mu. \quad (1.3.14)$$

Отметим, что объединенная модель регрессии по сути не учитывает панельную структуру данных. (Здесь β – неизвестный вектор размера $k \times 1$.) Принято считать, что в такой модели переменная линейно зависит от всех переменных в тот же момент времени.

Параметры модели: $\beta \in R^k$, $\mu \in R$. Для оценки параметров уравнения применяется метод наименьших квадратов:

$$\sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^T (\hat{y}_{ij} - y_{ij})^2 \rightarrow \min_{\beta, \mu}. \quad (1.3.15)$$

2. *Модель панельных данных с фиксированными эффектами (Fixed effect model)*. В случае, когда модель учитывает структуру панельных данных, это позволяет анализировать неизмеримые индивидуальные различия объектов, при этом последние принято называть эффектами. В модели с фиксированными эффектами данные отличия интерпретируются как мешающий параметр. Исходя из этого, оценивание модели направлено на то, чтобы их исключить. Модель описывается уравнением:

$$y_{it} = \alpha_i + x'_{it} * \beta + \varepsilon_{it}, \quad (1.3.16)$$

где величина α_i отражает индивидуальный эффект компании i , который не зависит от времени t , при этом регрессоры x_{it} не содержат константу.

3. *Модель панельных данных со случайными эффектами (Random effect model)*. В данной модели предполагается, что индивидуальные отличия носят случайный характер. Модель описывается следующим уравнением:

$$y_{it} = c + \hat{\alpha}_1 x_{it,1} + \dots + \hat{\alpha}_n x_{it,n} + u_{it}, \quad (1.3.17)$$

$$u_{it} = f_i + \varepsilon_{it}, \quad (1.3.18)$$

$$\varepsilon_{it} \sim N(0, \sigma_\varepsilon^2), \quad f_i \sim N(0, \sigma_f^2). \quad (1.3.19)$$

ИСХОДНЫЕ ДАННЫЕ

Одной из главных целей настоящего исследования является выявление и оценка влияния уровня (качества) отдельных элементов корпоративного управления на ключевые показатели экономической деятельности компаний, обуславливающие экономический рост на микро- и макроуровне. С учетом этого принципиальным вопросом становится нахождение и использование достоверной исходной информации.

Трудность решения данного вопроса обусловлена почти полным отсутствием статистического учета, включая систему национальных счетов, индикаторов, которые можно было бы отнести к институту корпоративного управления. По существу, единственными источниками необходимой информации могут служить лишь соответствующие обследования компаний и созданные на их основе базы данных корпоративного управления.

2.1. База данных РИД

Начиная с 2004 г. Российский институт директоров (РИД) проводит регулярные исследования практики корпоративного управления российских компаний. Последнее осуществлено по итогам 2017 г. До 2011 г. исследования носили

ежегодный характер, в дальнейшем же был установлен трех-летний цикл их проведения в целях выявления тенденций развития практики корпоративного управления в России на более длительном временном интервале.

2.1.1. Основные характеристики

С 2008 г. объектом исследований РИД являются 150 российских компаний, основную часть которых составляют крупнейшие системообразующие российские предприятия, определяющие состояние национальной экономики в целом. Для повышения надежности, обоснованности и сопоставимости результатов наблюдений разных лет совокупность анализируемых компаний претерпевает лишь самые минимальные изменения. Однако они бывают вынужденными вследствие реорганизации или ликвидации компаний, либо прекращения раскрытия ими информации. Обычно такие изменения составляют не более 4–5%.

С 2008 г. среди 150 компаний, включаемых в регулярные исследования РИД, выделяются две группы: к ранее выделенной — «компании, имеющие листинг» — добавилась группа «госкомпании» или «компании с государственным участием»¹. Выделение отдельной группы компаний с государственным участием обусловлено не только значительной долей государственной собственности в структуре российской экономики, но и тем, что большое количество активов, контролируемых государством, объективно создает потребность в повышении эффективности управления ими.

Реализация этой задачи представляется возможной в том числе и за счет использования инструментов корпоративного управления, в связи с чем в 2008 г. в России на государственном уровне был провозглашен курс на внедрение и развитие стандартов корпоративного управления в компаниях с государственным участием. В частности, началась частичная замена чиновни-

1. В рамках исследования под компаниями с государственным участием понимаются акционерные общества, контролируемые государством напрямую либо госкомпаниями или госкорпорациями с долей в уставном капитале более 50%.

ков в советах директоров акционерных обществ на внешних директоров: представителей государства, не являющихся чиновниками («профессиональных поверенных»), и независимых директоров (табл. 2.1.1).

Таблица 2.1.1. Структура анализируемых компаний

Группы компаний	По итогам соответствующего года					
	2008	2009	2010	2011	2014	2017
Всего компаний	150	150	150	150	150	150
В том числе:						
компании, имеющие листинг	57	67	71	74	96	98
компании с госучастием	21	29	35	36	37	36

С целью обеспечения репрезентативности в исследовании включены компании, характеризующиеся не только разными формами собственности (государственная, частная), но и представляющие разные отрасли. Отраслевая структура на протяжении всего периода исследований также претерпевает минимальные изменения, в связи с чем в случае необходимости происходит взаимозаменяемость компаний одной отраслевой принадлежности.

В основе формирования Базы данных РИД лежит оценка соответствия практики корпоративного управления критериям методики Национального рейтинга корпоративного управления (НРКУ)², основывающейся на рекомендациях российского Кодекса корпоративного управления – преемника Кодекса корпоративного поведения. Это позволило сохранить неизменными существенную часть критериев (показателей) исследования и иметь возможность сравнительного анализа по ним в долгосрочном периоде.

2. Подробная информация о НРКУ и его методике представлена на сайте www.rid.ru в разделе «Национальный рейтинг».

2.1.2. Разделы Базы данных РИД

С учетом того, что институт корпоративного управления – это система норм и правил взаимоотношений менеджмента, совета директоров, акционеров компании и иных заинтересованных лиц (Принципы корпоративного управления G20/ОЭСР), в Базе данных РИД выделены следующие четыре раздела, отражающие его ключевые составляющие:

- 1) «Права акционеров»;
- 2) «Деятельность органов управления и контроля»;
- 3) «Раскрытие информации»;
- 4) «Корпоративная социальная ответственность и устойчивое развитие».

Каждый раздел корпоративного управления представлен группами однородных критериев (показателей). Всего в Базе данных РИД по итогам 2017 г. содержатся 145 показателей.

Раздел I «Права акционеров» представлен 33 критериями (показателями), сгруппированными по следующим категориям:

- права, которыми обладают акционеры (собственности, на участие в управлении, на получение дохода), и инструменты обеспечения их эффективной реализации;
- риски нарушения прав акционеров и инструменты их минимизации;
- дополнительные обязательства общества по защите прав акционеров.

Раздел II «Деятельность органов управления и контроля» (71 критерий) сгруппирован по четырем категориям:

- состав и деятельность совета директоров;
- состав и деятельность исполнительных органов;
- контроль за финансово-хозяйственной деятельностью общества;
- взаимодействие между органами управления общества.

Раздел III «Раскрытие информации» (25 критериев) объединяет следующие однородные группы показателей:

- раскрытие финансовой информации;
- раскрытие нефинансовой информации;
- равнодоступность информации для всех акционеров и других заинтересованных лиц.

Раздел IV «Корпоративная социальная ответственность (КСО) и устойчивое развитие» (16 критериев) включает следующие три категории показателей:

- документы, регулирующие вопросы КСО и устойчивого развития;
- реализация проектов корпоративной социальной ответственности;
- подготовка социальной отчетности.

Как указывалось ранее, в качестве основных источников информации при формировании Базы данных РИД используются только публичные: корпоративные интернет-сайты компаний, ежеквартальные отчеты компаний, годовые отчеты, финансовая отчетность по РСБУ и/или МСФО, ленты новостей информационных агентств и иные доступные материалы.

При этом экспертами РИД используются оценки, подразумевающие только два варианта ответа — наличие или отсутствие в компании соответствующей практики корпоративного управления; в Базе данных РИД не отражается частичное соблюдение тех или иных рекомендаций. Отсутствие информации о наличии практики по соответствующему критерию в публичных источниках трактуется экспертами РИД как отсутствие самой практики.

Все исследования РИД выполняются на основе эмпирического научного метода. Во-первых, выводы о состоянии практики корпоративного управления в России делаются на основе анализа эмпирических данных в 150 российских компаниях. Во-вторых, в целях соблюдения требования объективности исключается какое-либо субъективное толкование результатов исследования — отсутствуют оценки и интерпретации полученных фактических данных. В-третьих, доступность всех исходных данных по обследуемым компаниям,

открытость методики и результатов исследования позволяют в случае необходимости получить дополнительное независимое подтверждение его выводов путем самостоятельного воспроизведения выполненного в его рамках.

2.1.3. Права акционеров

Для обеспечения права собственности акционеров значимой проблемой является *независимость регистратора*, осуществляющего деятельность по ведению реестра владельцев акций общества, от самого общества, дочерних обществ, контролирурующих акционеров и их аффилированных лиц. В Кодексе корпоративного управления 2014 г. (п. 53) внимание акцентируется на таких качествах регистратора, как высокая репутация, владение отлаженными и надежными технологиями, позволяющими наиболее эффективным образом обеспечить учет прав собственности и реализацию прав акционеров.

Права акционеров (прежде всего, миноритарных) на участие в управлении определяются уровнем *концентрации собственности* в компании, в частности, наличием мажоритарного акционера (группы взаимосвязанных акционеров) и объемом принадлежащих ему(им) акций. Наличие в компании контролирующего акционера или группы взаимосвязанных акционеров, владеющих 75% и более обыкновенных акций, создает угрозу для реализации миноритарными акционерами своих прав в полном объеме, поскольку решения по всем вопросам, в том числе требующим квалифицированного большинства, принимаются одним лицом или группой взаимосвязанных лиц. На зарубежных биржевых площадках существуют требования (ограничения) по структуре акционерного капитала, направленные на снижение концентрации.

Особенность российских компаний заключается в том, что в большинстве своем это фирмы с высококонцентрированным уровнем собственности. Так, по результатам исследования «Структуры корпоративного управления российских публичных компаний», проведенного по итогам 2015 г.

Центром корпоративного управления «Делойт» в СНГ, из 120 компаний выборки в 73% выявлены мажоритарные (свыше 50%) пакеты акций. Вектор на концентрацию собственности после 2015 г. только растет.

Для характеристики права акционеров на участие в управлении в рамках исследований РИД используются критерии, связанные с подготовкой и проведением общего собрания акционеров (далее – ОСА), поскольку оно является основным органом управления акционерным обществом, посредством принятия решений по вопросам повестки которого непосредственно реализуется данное право.

В ядро показателей, используемых в настоящем исследовании, вошел лишь следующий – *«размещение материалов к ОСА на сайте»*. Речь идет о размещении материалов, предусмотренных законодательством, в частности, годового отчета, годовой бухгалтерской отчетности, аудиторского заключения, заключения ревизионной комиссии, биографической информации о кандидатах в совет директоров и ревизионную комиссию, проекта устава и внутренних документов (в случае принятия соответствующего решения), рекомендации совета директоров по распределению прибыли, проекта решения ОСА.

Оценка права акционеров на получение дохода представлена целой группой критериев, связанных с выплатой дивидендов: наличие дивидендной политики; выплата дивидендов по обыкновенным акциям; закрепление чистой прибыли, из которой выплачиваются дивиденды; закрепление минимальной доли чистой прибыли, направляемой на выплату дивидендов; дивидендная история. Значимость выплаты дивидендов с точки зрения российской практики корпоративного управления и поведения акционеров отмечают ряд экспертов. На рис. 2.1.1 представлена динамика дивидендных выплат российскими публичными компаниями начиная с 2013 г.

Рост дивидендных выплат компаниями с государственным участием может быть объяснен проблемами формиро-

вания государственного бюджета в условиях низких темпов российской экономики после кризиса 2008 г. В отношении негосударственных компаний такая тенденция может быть связана с переходом растущего числа контролирующих акционеров российских публичных компаний к получению дивидендных выплат в качестве важного способа монетизации своего права владения в условиях снижения интереса западных инвесторов к российским активам и ужесточения контроля государства за использованием «серых» схем монетизации. Анализ инвестиционной стратегии западных инвесторов также показывает, что среди них была весьма велика доля тех, кто в 2011–2017 гг. ориентировался на получение дивидендов как главного способа монетизации своих инвестиций.

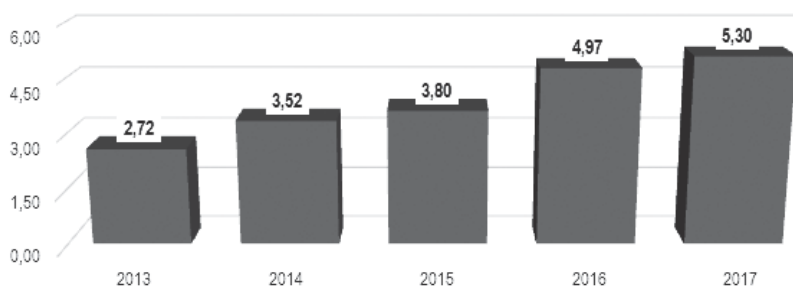


Рис. 2.1.1. Дивиденды, выплаченные российскими компаниями (трлн руб.)

Источник: www.rbc.ru/economics/12/11/2018/5be760789a7947357191e59e?from=center_11.

Наибольшая группа показателей первого раздела, вошедших в ядро, сконцентрирована в части рисков нарушения прав акционеров. Так сокращению рисков вывода активов компании и усилению контроля над их сохранностью способствует *расширение компетенции совета директоров в части принятия решений о совершении существенных сделок*. Расширение указанной компетенции наиболее актуально, если совет директоров является достаточно сбалансированным и независимым от менеджмента компании.

Одним из важных механизмов, направленных на защиту права собственности акционеров, является *регулирование конкурсного отбора поставщиков товаров и услуг*. Наличие в компании процедуры такого отбора поставщиков товаров и услуг, стоимость которых превышает установленные компанией нормативы, и закрепление порядка его проведения в отдельном внутреннем документе, доступном для ознакомления всеми заинтересованными сторонами, способствуют снижению риска возникновения конфликта интересов и повышению эффективности использования ресурсов.

Важным аспектом реализации акционерами своих прав является получение достоверной финансовой информации о деятельности общества. Только в этом случае акционер способен принять взвешенное инвестиционное решение. Инструментами обеспечения таких гарантий являются *привлечение качественного внешнего аудитора*, который бы подтвердил достоверность финансовой отчетности, а также внедрение обществом таких процедур и практики работы с ним, которые способствовали бы его независимости. Для публичных компаний в правилах листинга Московской биржи содержится требование о наличии у них независимого внешнего аудитора. Одним из наиболее важных признаков качества и независимости внешнего аудитора является его высокая профессиональная и этическая репутация, что на сегодняшний день подтверждается его принадлежностью к компаниям «большой четверки»³ либо к международным аудиторским сетям⁴.

Одним из механизмов, способствующих наиболее полной реализации акционерами прав на получение выгод от участия в капитале компании, является независимая оценка стоимости принадлежащих им акций, а также активов, которые являются предметом тех или иных сделок. Законодательством предусмотрены случаи обязательного привлечения независи-

3. PricewaterhouseCoopers, Ernst & Young, Deloitte and Touch, KPMG.

4. BDO, HLB, Nexia, Grant Thornton, Baker Tilly, PKF, RSM, Crowe Horwath и др.

мого оценщика, однако и во внутренних документах общества рекомендуется закрепление таковых.

В частности, рекомендуется привлекать оценщика для определения: стоимости имущества, отчуждаемого или приобретаемого по крупной или существенной сделке, в совершении которой имеется заинтересованность; соотношения конвертации акций при реорганизации; стоимости акций при приобретении и выкупе их обществом (Кодекс корпоративного управления, 2014. Пп. 313, 315, 330).

Регулирование использования инсайдерской информации также является одним из важных элементов института корпоративного управления, оказывающим серьезное влияние на оценку инвесторами рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги данной компании. Закон об инсайдерской информации (от 27 июля 2010 г. № 224-ФЗ) обязывает эмитентов принять правила доступа к ней в целях охраны ее конфиденциальности, а также назначить должностное лицо, отвечающее за осуществление такого контроля. Наличие в компании механизмов регулирования использования инсайдерской информации требуется в соответствии с правилами листинга российской и зарубежных бирж.

2.1.4. Деятельность органов управления и контроля

Этот раздел представлен 23 критериями, характеризующими большинство его составляющих. На этом этапе исследования среди показателей не была представлена лишь последняя группа, касающаяся взаимодействия между органами управления общества. Максимальное отражение в выделенном ядре получило направление «состав и деятельность совета директоров», показатели которого характеризуют разные стороны функционирования данного органа управления компании.

Одним из ключевых принципов эффективного совета директоров является его независимость от менеджмента. *Наличие в составе совета директоров исполнительных директоров* в соответствии с ФЗ «Об акционерных обще-

ствах» (п. 2 ст. 66) ограничено тем, что члены коллегиального исполнительного органа не могут составлять более ¼ данного состава. При этом эксперты считают, что любой представитель менеджмента в составе совета директоров будет считаться исполнительным директором.

Важными инструментами повышения эффективности деятельности совета директоров, которые также нашли отражение в ядре критериев в этом разделе Базы данных РИД, являются:

- наличие положения о совете директоров, регулирующего прежде всего процедурные вопросы, относящиеся к порядку подготовки и проведения заседаний и принятия решений, а также права и обязанности его членов;
- наличие утвержденного плана проведения заседаний совета директоров, определяющего их периодичность и перечень рассматриваемых на них вопросов;
- заблаговременное (не позднее, чем за семь календарных дней) обеспечение членов совета директоров материалами по вопросам повестки дня предстоящего заседания;
- закрепление во внутренних документах общества права повышения квалификации членами совета директоров.

Отдельно следует остановиться на показателях, которые характеризуют комитеты совета директоров. *Создание комитетов совета директоров* является одним из базовых элементов передовой практики института корпоративного управления в целом и важнейшей характеристикой эффективности работы совета директоров в частности (Кодекс корпоративного управления, 2014. П. 2.8). При этом первостепенную роль в обеспечении эффективного выполнения советом директоров одной из своих основополагающих функций — осуществления контроля за финансово-хозяйственной деятельностью общества — играет *комитет по аудиту* (КА), и его создание является обязательным условием для

публичных компаний⁵. В непубличных компаниях комитет по аудиту тоже, как правило, создается в первую очередь.

Что касается *комитета по кадрам и вознаграждениям* (ККиВ)⁶, создаваемого для предварительного рассмотрения вопросов компетенции совета директоров, связанных с осуществлением контроля за деятельностью исполнительных органов общества и формированием эффективной и прозрачной системы их мотивации, а также кадрового планирования (планирования преемственности), профессионального состава и эффективности работы совета директоров, то он в обязательном порядке создается только в компаниях, акции которых включены в котировальные списки ведущих зарубежных бирж и котировальный список первого уровня Московской биржи. Однако с развитием института совета директоров он стал создаваться и в других российских компаниях.

К показателям, связанным с комитетами совета директоров, относятся *регламентация работы КА и ККиВ и состав* указанных комитетов, причем в отношении последнего существуют требования правил листинга бирж (более жесткие в отношении комитета по аудиту).

В ядро критериев вошел и такой показатель, как «*оценка качества работы совета директоров, его комитетов и отдельных членов*» (Кодекс корпоративного управления, 2014. П. 2.9.) Проведение такой оценки позволяет определить степень участия членов совета директоров в реализации стратегии и достижении целей общества, увидеть, какие меры необходимы для повышения эффективности его работы. При анализе данного показателя эксперты ориентируются не на формальное закрепление соответствующей нормы во

5. Соответствующее требование было включено в ФЗ «Об акционерных обществах» в 2018 г., а в рассматриваемом периоде (2011, 2014 и 2017 гг.) обязанность создания КА предусматривалась правилами листинга западных и российской бирж, а также нормативными актами, регулирующими деятельность кредитных организаций (банков).

6. В Кодексе корпоративного управления и правилах листинга зарубежных и Московской бирж речь идет о двух комитетах: по вознаграждениям и по номинациям/назначениям. В российских компаниях, как правило, их функции осуществляет комитет по кадрам и вознаграждениям.

внутренних документах общества, а на информацию о фактическом проведении оценки и ее результатах, которая, как правило, раскрывается в годовом отчете компании.

Еще один показатель, связанный с деятельностью совета директоров, касается *наличия вознаграждения* членов этого органа управления. Выплата вознаграждения членам совета директоров предусмотрена ФЗ «Об акционерных обществах», а также рекомендуется международной передовой практикой и Кодексом корпоративного управления (п. 4.1).

Следующая группа касается «состава и деятельности исполнительных органов общества». Первый показатель отражает *наличие или отсутствие в обществе коллегиального исполнительного органа – Правления*. Следует отметить, что обязательное создание Правления в настоящее время не предусмотрено законодательными или регуляторными требованиями, отсутствуют соответствующие рекомендации и в Кодексе корпоративного управления⁷. Однако эксперты руководствуются управленческой целесообразностью и исходят из того, что коллегиальность в принятии решений обеспечивает их большую взвешенность. Создание коллегиального исполнительного органа рекомендуется для решения вопросов, выходящих за рамки обычной хозяйственной деятельности общества, и тех, которые хотя и находятся в рамках обычной хозяйственной деятельности, но оказывают значительное влияние на общество либо требуют коллегиального одобрения. Это позволяет снизить уровень предпринимательского риска по ключевым вопросам деятельности общества.

В ядро Базы данных РИД включен и такой показатель, как *«процедура назначения единоличного исполнительного органа (генерального директора)»*. Это обусловлено тем, что одной из ключевых компетенций совета директоров как органа управления, представляющего интересы собственников, является осуществление контроля деятельности менед-

7. В то же время российский Кодекс корпоративного поведения, утвержденный Распоряжением ФКЦБ России от 4 апреля 2002 г. №421-р, содержал рекомендацию о создании коллегиального исполнительного органа.

жмента общества. Эффективность такого контроля зависит от наличия у совета директоров возможности назначать и досрочно прекращать полномочия ключевых менеджеров (членов исполнительных органов) общества и формировать систему их мотивации (Кодекс корпоративного управления, 2014. П. 57).

Данная группа критериев включает также показатель, характеризующий систему вознаграждения членов исполнительных органов, а именно — *наличие зависимости их вознаграждения от краткосрочных и долгосрочных результатов деятельности общества* (там же. П. 225.) Следует отметить, что данный показатель отражает в том числе результаты начавшегося в 2013 г. активного внедрения в российских госкомпаниях системы ключевых показателей эффективности.

Еще один показатель, отражающий возникший примерно в это же время тренд в российском бизнесе, — *«формирование кадрового резерва для замещения ключевых должностных лиц»*. Согласно мнению специалистов, важным аспектом практики корпоративного управления, влияющим на успех развития компании в долгосрочной перспективе, является наличие в ней кадрового резерва и программ планирования преемственности менеджмента. Соответствующие механизмы позволяют обеспечить преемственность управления в случае ухода генерального директора или других ключевых руководителей, снижают риски потери управляемости компанией в период смены менеджмента, способствуют ее устойчивому развитию.

Третью группу рассматриваемого раздела Базы данных РИД сформировали критерии, касающиеся «системы контроля за финансово-хозяйственной деятельностью». Прежде всего, речь идет о *ежегодном осуществлении советом директоров анализа и оценки действующей в обществе системы управления рисками и внутреннего контроля* (там же. П. 72). На практике на протяжении всего периода соответствующую функцию чаще всего закрепляли исключительно за

комитетом по аудиту. Сформированная система управления рисками характеризуется наличием:

- нормативно-методологической базы риск-менеджмента (политики управления рисками, соответствующего корпоративного стандарта, карты рисков, реестра рисков, владельцев рисков);
- внутреннего подразделения (должностного лица), которое оценивает риски, определяет уровень толерантности к ним, разрабатывает процедуры реагирования и методы управления ими.

В отсутствие главного драйвера внедрения передовой практики корпоративного управления, а именно законодательных и регуляторных требований⁸, компании (за исключением банков, для которых предусмотрено более жесткое нормативно-правовое регулирование) руководствуются рекомендациями Кодекса корпоративного управления (раздел V).

Последний показатель в этой группе связан с *созданием службы внутреннего аудита*. В рассматриваемый период наличие отдельного структурного подразделения, осуществляющего внутренний аудит, являлось обязательным для банков, а в соответствии с правилами листинга требовалось для включения акций компании в первый и второй котировальные списки Московской биржи⁹. В то же время, с развитием института совета директоров и комитета по аудиту, соответствующее подразделение начали создавать и в непубличных компаниях.

2.1.5. Раскрытие информации

Возможность акционеров (инвесторов) получать необременительный доступ к данным о результатах финансово-хозяйственной деятельности компании является ключевым

8. Законодательные требования относительно риск-менеджмента для публичных обществ были включены в ФЗ от 19 июля 2018 г. №209-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон “Об акционерных обществах”», т.е. уже после анализируемого периода.

9. С 2014 г. В 2018 г. требование об осуществлении внутреннего аудита в публичном обществе было предусмотрено в ФЗ «Об акционерных обществах» (вступает в силу с 1 января 2021 г.).

фактором, определяющим ее информационную прозрачность и оценку ее стоимости. Одна из составляющих данного раздела – «раскрытие финансовой информации» – представлена следующими показателями.

«Раскрытие годовой отчетности по международным стандартам финансовой отчетности (МСФО) и аудиторского заключения» является не только важным в рамках оценки прозрачности компании, но и системным фактором для развития финансового рынка и выхода российских компаний на международный рынок капитала. Для понимания распространения практики раскрытия отчетности по МСФО стоит вспомнить историю ее внедрения в России (*Generalova, Moderov, 2013*):

- переход на МСФО был заявлен в 1998 г. в Программе реформирования бухгалтерского учета в соответствии с данными стандартами, и в этом смысле Россия стала частью глобального процесса унификации отчетности на международном рынке капитала;
- с 1 января 2004 г. введено обязательное требование к кредитным организациям о представлении отчетности по МСФО в Центробанк РФ;
- с 2005 г. для компаний первого уровня листинга введено требование по раскрытию отчетности по МСФО, хотя на практике крупнейшие компании внедряли данные стандарты ранее 2005 г., следуя требованиям международных финансовых рынков;
- в Федеральном законе № 208-ФЗ «О консолидированной финансовой отчетности» в 2010 г. расширен перечень компаний, обязанных публиковать отчетность по МСФО. Для основных категорий организаций срок раскрытия был определен начиная с отчетности за 2012 г., для отдельных категорий – с отчетности за 2015 г.

Таким образом, на практику компаний в применении стандартов МСФО оказывали влияние отраслевой фактор и рынок ценных бумаг. Поэтому, с точки зрения института

корпоративного управления, практика введения отчетности МСФО коррелируется с практикой листинговых компаний, внедряющих регулирование инсайдерской информации, конфликта интересов, риск-менеджмента, этики и др.

«Раскрытие годовой отчетности по МСФО к ГОСА и промежуточной отчетности по МСФО» присуще публичным компаниям с развитой системой корпоративного управления. «Раскрытие годовой отчетности по РСБУ и аудиторского заключения» является обязанностью для публичных компаний. «Раскрытие информации о вознаграждении аудитора» содержится в качестве требования к отчетности эмитентов ценных бумаг. Для компаний с госучастием источником информации могут служить данные о проведении тендера на оказание услуг.

Блок «Раскрытие нефинансовой информации» включает показатели, которые позволяют инвесторам оценить нефинансовые аспекты деятельности компании, в том числе структуру управления, решения, принимаемые органами управления и контроля, состав акционеров компании, принципы определения и размер вознаграждений менеджмента и членов совета директоров, стратегию развития. *Раскрытие информации о вознаграждении членов совета директоров и исполнительного руководства* позволяет заинтересованным лицам оценить его адекватность масштабу и эффективности деятельности компании. В годовом отчете компании рекомендуется раскрывать размер вознаграждения каждого члена органов управления индивидуально (Кодекс корпоративного управления, 2014. П. 294). Однако на практике российские компании предпочитают раскрывать данные о вознаграждении в совокупности, без индивидуализации.

Раскрытие информации о структуре собственности позволяет инвесторам оценить риски, связанные со структурой акционерного капитала: степень его концентрации и возможность отдельных акционеров оказывать существенное влияние на принимаемые решения. Российские компании

не всегда качественно раскрывают информацию о ключевых акционерах, что может быть связано с рисками потери собственности и налоговой оптимизацией (Беликов, 2019. С. 128). Одной из проблем установления собственников является присутствие в акционерном капитале офшорных компаний. *Наличие формализованной информационной политики* в виде соответствующего Положения способствует повышению эффективности информационного взаимодействия общества, акционеров/инвесторов и иных заинтересованных лиц. Подобные документы больше характерны для публичных компаний.

Самое большое количество показателей ядра Базы данных РИД содержится в блоке «Равнодоступность информации для всех акционеров и других заинтересованных лиц». Возможность равнодоступности связана, прежде всего, с раскрытием информации на сайте. И здесь можно условно выделить две однородные подгруппы показателей, отражающих: 1) обязательное раскрытие, связанное с выполнением регуляторных требований; 2) добровольное раскрытие, характеризующее развитость практики корпоративного управления компании.

К первой подгруппе относятся показатели, связанные с наличием на сайте: Устава и всех изменений, внесенных за последний год; положения об общем собрании акционеров; положения о совете директоров; положения о правлении или других исполнительных органах; существенных фактов; списка аффилированных лиц.

Вторая подгруппа включает показатели, отражающие наличие англоязычной версии сайта, а также положений о комитетах совета директоров; раздела с протоколами заседаний совета директоров; раздела с протоколами решений общих собраний акционеров; раздела или документа со стратегией развития; раздела или документа с описанием практики корпоративного управления; раздела с составом исполнительных органов; раздела с составом совета директоров; раздела со структурой акционерного капитала.

2.1.6. Корпоративная социальная ответственность (КСО) и устойчивое развитие

Этот раздел Базы данных РИД представлен 9 критериями. Блок «Документы, регулирующие вопросы КСО и устойчивого развития» объединяет набор показателей, связанных с утверждением и раскрытием компанией соответствующих внутренних документов, в частности политики в отношении: персонала; клиентов и контрагентов; местных сообществ, экологии; благотворительной и спонсорской деятельности; Кодекса этики.

Эффективность корпоративной социальной ответственности в немалой степени зависит от закрепления соответствующей политики компании во внутреннем документе, в котором определяются цели и задачи социальной политики, основные направления ее реализации, органы управления и должностные лица, ответственные за нее, а также, возможно, инструменты оценки ее эффективности. В свою очередь Кодекс деловой этики призван служить основой этического поведения сотрудников и руководства компании, фактором ее устойчивого развития и благоприятного имиджа. Передовая практика корпоративного управления предполагает также раскрытие указанных документов в публичном пространстве, что создает возможность ознакомления с ними всех стейкхолдеров.

Кроме того, наличие таких документов позволяет компаниям формально отвечать всем требованиям проверяющих государственных органов. Для небольшой части компаний эти документы являются отражением их значимого внимания к вопросам социальной ответственности. Такая составляющая компонента, как «реализация проектов корпоративной социальной ответственности», объединяет показатели, отражающие конкретные действия компаний при осуществлении принципов, закрепленных в политике КСО, в частности, *наличие реализованных проектов КСО для сотрудников общества и/или членов их семей и для населения по месту деятельности общества*. Для большого

числа компаний осуществление таких программ является условием продолжения их деятельности в бесперебойном режиме, компенсацией заниженного уровня расходов на заработную плату (в структуре расходов российских компаний затраты на нее составляют 40–45% по сравнению с 70–80% в компаниях развитых стран).

Ряд исследований фиксирует как проблемы с соблюдением прав работников со стороны работодателя, так и трудности с отстаиванием своих прав с помощью органов государственного надзора. По данным исследования, проведенного Центром социально-политического мониторинга РАНХиГС, в 2016–2017 гг. в профсоюзы за помощью обращались лишь 5% работников. Опросы общественного мнения, регулярно проводимые Левада-Центром, фиксируют устойчиво низкую степень доверия населения профсоюзам в целом как к институту.

Кроме того, особенности законодательного регулирования некоммерческих организаций, в частности экологических, препятствуют эффективной реализации ими своих целей. Указанные обстоятельства свидетельствуют о значимости ответственного подхода компаний при реализации проектов КСО, ввиду фактической невозможности данной группы стейкхолдеров эффективно отстаивать свои интересы.

Характеристика блока «Подготовка социальной отчетности» представлена одноименным критерием. Важным элементом поддержания репутации компании и информирования заинтересованных сторон о ее политике в области корпоративной социальной ответственности является подготовка социальной отчетности.

Согласно опубликованному в начале 2018 г. исследованию специалистов Российской региональной сети по интегрированной отчетности (РРС), листингованные на Московской бирже компании не стремятся увеличивать свою прозрачность для инвесторов в вопросах отношений со стейкхолдерами путем раскрытия информации по соответствующим международным стандартам (*Global Reporting*

initiative, GRI). Доля российских компаний, выпускающих такую отчетность, за два года существенно не изменилась: в 2017 г. 11,67% по сравнению с 11,51% 2016 г. Менее 10% компаний публикуют информацию, которая может быть признана существенной (одно из требований стандарта GRI). Приведенная статистика свидетельствует об отсутствии внутренних стимулов к добровольному раскрытию социально значимой информации по сравнению с регуляторными требованиями. Однако значимость данного показателя усиливается в свете наличия законопроекта «О публичной нефинансовой отчетности», предполагающего обязать публичные акционерные общества, государственные корпорации и госкомпании подготавливать и раскрывать нефинансовую отчетность (Беликов, 2019. С. 234).

2.2. Статистически наблюдаемые показатели

Выбор показателей результатов экономической деятельности компаний, представленных в официальной статистике и отчетах предприятий, в данном исследовании рассматривается в оптике его главной цели – моделирования влияния института корпоративного управления на экономический рост.

Под экономическим ростом, как известно, обычно понимается увеличение совокупного выпуска продукции с использованием показателя темпов прироста ВВП страны (Самуэльсон, Нордхаус, 1999, С. 799). Вместе с тем надо иметь в виду, что макроэкономический рост невозможен без «экономического роста на микроуровне, то есть на отдельных предприятиях страны, которые в совокупности составляют основу ее экономики» (Гельвидес, Федотова, 2016. С. 276). Отметим также публикации, посвященные трактовке категории экономического роста, его измерителей на микроуровне (Лимитовский, 2010; Четвертакова, Четвертаков, 2016) и выявлению объективных факторов, охватывающих основные направления деятельности компании и обуславливающих потенциалы экономического роста (Давыдова, Ильминская, 2005; Скобелева, Котов, 2012).

2.2.1. Общие характеристики исходных данных

Основное внимание в данной части работы, как и при рассмотрении Базы данных РИД, уделено выбору системы показателей, отражающих ряд сегментов статистически наблюдаемых результатов деятельности предприятий. Речь идет о трех разделах исходной информации, в которых представлены соответственно три однородные группы показателей, определяющих потенциалы экономического роста, и четвертом, куда включены отдельные индикаторы, характеризующие экономическую успешность анализируемых компаний.

Данный подход к выбору показателей представляется обоснованным по нескольким соображениям. Во-первых, экономический рост можно рассматривать как «процесс изменения количественных характеристик производственной системы, проявляющихся в увеличении объема валового внутреннего продукта, валового национального продукта государства, валового регионального продукта областей, регионов, валового продукта предприятий» (Четвертакова, Четвертаков, 2016. С. 168). Во-вторых, такой подход позволяет моделировать влияния основных элементов института корпоративного управления как на отдельные результаты экономической деятельности компаний, так и на их агрегаты, характеризующие потенциалы экономического роста.

В качестве статистической базы исследования были выбраны бухгалтерские показатели, ибо в условиях недостаточной развитости финансового рынка они наиболее достоверно отражают текущее финансовое состояние и результаты экономической деятельности предприятий. Однако для получения обобщенной оценки успешности компаний мы посчитали возможным использовать применяемые в международной практике расчетные показатели, а также сконструированные авторами настоящего исследования индикаторы экономической эффективности деятельности предприятий.

В итоге для измерения результатов деятельности компаний был сформирован массив статистически наблюдае-

мых показателей, соответствующих Российским стандартам бухгалтерского учета (РСБУ) и Международным стандартам финансовой отчетности (МСФО).

В общем массиве исходной информации выделены четыре группы статистически наблюдаемых показателей, отражающих основные экономические результаты деятельности анализируемых компаний в период 2010–2017 гг.:

- 1) «Активы»;
- 2) «Масштабы производства»;
- 3) «Доходы»;
- 4) «Отдельные индикаторы»

Первые три сегмента данного информационного массива представлены группами однородных показателей; в четвертый сегмент включены отдельные показатели и сконструированные на их основе индикаторы. Всего в массиве исходных данных каждого года содержатся 22 показателя¹⁰.

2.2.2. Активы

В эту группу вошли три показателя, объединенные общим экономическим содержанием: «размер уставного капитала»; «величина валюты баланса (активы)»; «стоимость чистых активов (собственный капитал для банков)».

Размер уставного капитал акционерного общества представляет собой сумму средств (финансовых активов, имущества), первоначально вложенных собственниками для обеспечения деятельности, и определяет минимальный размер имущества общества, гарантирующего интересы его кредиторов. Изменение уставного капитала может свидетельствовать либо о преобразовании институциональной среды (ужесточение нормативных требований к размеру уставного капитала), либо или о существенной трансформации предприятия.

10. Информация по всей совокупности показателей была собрана на основе ежегодной отчетности о финансово-хозяйственной деятельности в формате РСБУ и МСФО, управленческой отчетности (ежегодные отчеты на годовом собрании акционеров), размещенной на сайтах компаний, а также информационно-аналитических баз данных РБК и Smart-lab.

Показатель величина валюты баланса (активы) выражает стоимость всех экономических ресурсов предприятия в форме имущественных ценностей, т. е. общий объем собственного и финансового (заемного и привлеченного) капитала, вложенного в производство. В свою очередь, чистые активы (собственный капитал для банков) определяют стоимость той части совокупных имущественных ценностей, которые сформированы только за счет собственного капитала. Этот показатель выступает критерием устойчивости и независимости компании.

Таким образом, рассмотренные показатели содержательно отражают экономические ресурсы предприятия в форме совокупных имущественных ценностей, которые используются в хозяйственной деятельности для обеспечения операционной и получения прибыли.

2.2.3. Масштабы производства

Показатели, объединенные в данной группе, в наиболее общем и достаточно полном виде характеризуют все основные аспекты расходов предприятия. Это себестоимость, как выраженные в денежной форме затраты на производство товаров (работ, услуг), и величина коммерческих расходов на реализацию товаров (работ, услуг). В эту группу также вошли: показатели управленческих расходов – затраты на управление организацией (административные расходы, расходы на юридические услуги и т.д.), несвязанные непосредственно с производственным процессом; величины процентов к уплате, отражающий в денежной форме сумму процентов, уплачиваемых по всем видам заемных обязательств; прочие расходы. Таким образом, третья группа показателей по своему экономическому содержанию отражает *совокупные издержки*, связанные осуществлением предприятием экономической деятельности.

2.2.4. Доходы

Данная группа объединяет 4 показателя, отражающие доходы предприятия от различных видов деятельности,

а именно сумму: выручки как стоимостное выражение дохода от основной (операционной) деятельности; дохода (дивиденды) от участия в уставных капиталах других организаций; процентов к получению — доходы от процентов по облигациям, депозитам, предоставленным займам; прочих доходов, отражающая денежные поступления, неотносящиеся к доходам от основных видов деятельности.

В совокупности данные показатели характеризуют *валовой доход* предприятия — доход до вычета расходов, понесенных в связи с его получением. Заметим, что во многих странах термин «валовой доход» является синонимом терминов «оборот» и «выручка». В связи с этим для разграничения понятий «валовой доход» и «выручка» в данной работе используется термин «совокупный доход».

В соответствии с международным стандартом финансовой отчетности (*IFRS*) доходы определяются как увеличение экономических выгод в течение отчетного периода в форме поступлений или улучшения качества активов либо уменьшения величины обязательств, которые приводят к росту собственного капитала, не связанного со взносами участников капитала. В целом совокупный доход включает в себя как выручку, так и прочие доходы.

Выделенная группа показателей полностью охватывает структуру совокупного дохода предприятия — это общая сумма выручки предприятия при реализации производимых им товаров и услуг; недвижимости и других основных средств; нематериальных активов; акций; прав на интеллектуальную собственность. В совокупный доход включают также прочие виды поступлений: средства, зачисленные на счет предприятия от контрагентов (третьих лиц) по решению суда; пени, штрафы, уплаченные контрагентами за нарушение договорных обязательств; банковские проценты; страховой резерв; доходы от операций по реализации (продаже) ценных бумаг; страховые выплаты и другие поступления. В целом же анализируемая группа показателей по своему экономическому содержанию отражает понятие совокупного дохода предприятия.

2.2.5. Отдельные индикаторы

Во-первых, в данный сегмент исходной информации входят показатели, характеризующие финансовый результат, принимающий форму прибыли компаний, который достигается за счет осуществления различных видов деятельности. Как экономическая категория прибыль предприятия отражает чистый доход, созданный в сфере материального производства. В рамках данного исследования используются следующие показатели прибыли:

- от операционной деятельности (разница между выручкой и текущими издержками);
- до налогообложения, позволяющая оценить финансовый результат деятельности компании без учета институциональных особенностей налоговой системы;
- чистая, остающаяся в распоряжении предприятия и распределяемая в соответствии с целями и стратегией развития компании, в том числе на выплату дивидендов;
- размер денежных средств на выплату дивидендов — сумма дохода, выплаченная акционерам при распределении прибыли по принадлежащим им акциям, пропорционально доле в уставном капитале.

Во-вторых, в эту же группу включены показатели, характеризующие соотношение результатов и затрат, используемых для их достижения. Это показатели *ROE* и *ROA*, отражающие эффективность использования чистых активов (собственного капитала) и совокупных активов компании, которые рассчитываются также на основе бухгалтерской отчетности предприятий, но напрямую в ней не фигурируют.

В-третьих, в данную группу вошли еще два расчетных измерителя экономической успешности компаний: применяемый в международной практике показатель *EBITDA* (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*) и индикатор экономической эффективности, построенный авторами настоящей работы в виде линейной комбинации ряда статистически наблюдаемых показателей.

В переводе с английского языка *EBITDA* означает прибыль до выплаты процентов по кредитам, налогов и без учета амортизационных отчислений. Данный показатель характеризует финансовый результат основной операционной деятельности компании, т. е. отражает способность основного профильного вида деятельности предприятия генерировать прибыль и денежный поток.

Исходя из «расшифровки» данного термина, видно, что по своей экономической сущности *EBITDA* – модифицированный показатель прибыли компании. Но показатель прибыли имеет свои недостатки, обусловленные особенностями учетной политики предприятия, принятыми формами отчетности и выбранной системой налогообложения. В отличие от показателя прибыли индикатор *EBITDA* демонстрирует реальную прибыль компании без поправок на институциональные факторы, которые не относятся к операционной деятельности.

Можно считать, что данный показатель очищен от влияния таких факторов, как уровень долга, действующая система налогообложения, порядок и процент начисления амортизации. В международной практике *EBITDA* широко используется как показатель корпоративной прибыльности, который применяется при сравнительном анализе рыночной стоимости и инвестиционной привлекательности компаний разных отраслей (стран), имеющих различную налоговую нагрузку.

Следует отметить, что для банков данный показатель в мировой практике не применяется, поскольку в рамках анализа банковской деятельности не представляется возможным четко разграничить операционные и финансовые потоки. Однако в целях данного исследования необходимо было рассчитать показатель, сопоставимый по экономическому содержанию с *EBITDA*. Исходя из того, что использование заемного (привлеченного) капитала является для банка непременным условием ведения операционной деятельности, принято решение при расчете данного показателя отказаться от вычета расходов на уплату процентов. Таким образом, в данной работе использована авторская методика

расчета показателя *EBITDA* для коммерческих банков (прибыль до налогообложения + амортизационные отчисления).

При конструировании индикатора экономической эффективности деятельности компаний авторы настоящего исследования исходили из того, что он представляет собой некий агрегат следующих показателей: прибыли до налогообложения (E_1); чистой прибыли (E_2); прибыли от основной деятельности (E_3); рентабельности собственного капитала (E_4) и активов (E_5).

Иначе говоря, искомый индикатор экономической эффективности деятельности компаний E может быть представлен в виде следующей линейной комбинации статистически наблюдаемых и расчетных показателей:

$$E = \sum w_q E_q = w_1 E_1 + w_2 E_2 + w_3 E_3 + w_4 E_4 + w_5 E_5, \quad (2.2.1)$$

где $q \in (1, 5)$, w_q – нормированные веса показателей E_q , которые можно определить в результате применения метода главных компонент с использованием указанных статистических данных, характеризующих экономическую эффективность деятельности анализируемых компаний.

Выполненные расчеты на основе реальных статистических данных для выборки 30 компаний¹¹ в 2011, 2014 и 2017 гг. позволили выделить главную компоненту, которая объясняет более 58% дисперсии наблюдаемых изменений показателей и которую можно интерпретировать как фактор «экономической эффективности» компаний (табл. 2.2.1).

Как показывают произведенные расчеты, наибольший вес в рассматриваемой компоненте имеют показатели величины прибыли до налогообложения (31,61%) и чистой прибыли (30,97%). Незначительная разница в удельном весе данных показателей объясняется их близким экономическим содержанием: они отличаются друг от друга лишь величиной налогов к уплате. Однако для оценки эффективности

11. Настоящие расчеты проводились для выборки компаний (и соответствующих годов наблюдения), предусмотренной первым этапом исследования, о которой пойдет речь в следующем параграфе.

деятельности компании целесообразно учитывать оба этих показателя.

Таблица 2.2.1. Нормированные веса показателей компоненты, характеризующей «экономическую эффективность» компаний

Показатели	Вес показателя в композитном факторе, %
Величина прибыли до налогообложения	31,61
Величина чистой прибыли	30,97
Величина прибыли от основной деятельности	30,37
Величина рентабельности собственного капитала	4,18
Величина рентабельности активов	2,87

В свою очередь, прибыль до налогообложения позволяет оценить результат деятельности компании без учета институциональных особенностей, выраженных в меняющейся налоговой системе, в том числе в предоставлении налоговых льгот предприятиям различных отраслей. Анализ данного показателя более точно по сравнению с анализом чистой прибыли позволяет оценить эффективность управленческих решений. Тем не менее представляется целесообразным учитывать показатель величины чистой прибыли, поскольку он отражает конечный финансовый результат, который впоследствии распределяется в соответствии с целями и стратегией развития компании на выплату доходов собственникам или реинвестируется в производство.

Показатель величины прибыли от операционной (основной) деятельности имеет несколько меньший вес по сравнению с предыдущими показателями (30,37%). Он является более детализированным и позволяет оценить деятельность предприятия только по одному (основному) направлению, выступая одним из элементов прибыли до налогообложения. Рентабельность собственного капитала (ROE) и рентабельность активов (ROA) компаний имеют крайне малый вес в сконструированном индикаторе экономической эффективности.

Используя полученные веса (табл. 2.2.1) и формулу (2.2.1), можно рассчитать конкретные значения построенного индикатора экономической эффективности для каждого года и каждого анализируемого предприятия:

$$E = 0,32E_1 + 0,31E_2 + 0,30E_3 + 0,04E_4 + 0,03E_5. \quad (2.2.2)$$

2.3. О выборке первого этапа исследования

Учитывая трудности методического характера и ограниченное время, необходимое для сбора исходной информации о статистически наблюдаемых показателях, характеризующих результаты деятельности предприятий, было принято решение о создании на первом этапе исследования ограниченной выборки компаний и временного интервала соответствующих наблюдений.

2.3.1. Общие характеристики выборки

В рамках первого этапа исследования использована ограниченная часть Базы данных РИД, соответствующая трем годам наблюдений — 2011, 2014 и 2017. При этом по каждому из четырех разделов этой Базы данных в выборке использованы неизменные критерии для указанных годов, обусловившие их ядро из 78 показателей.

Выделенное ядро показателей составляет более половины общего числа критериев исследований Базы данных РИД, отражает значимые рекомендации Кодекса корпоративного управления и определяет ключевые элементы системы данного управления. Кроме того, из 108 компаний Базы данных РИД в выборку вошли 30, по которым сотрудниками Института экономики РАН были дополнительно собраны 22 статистически наблюдаемых показателя финансово-хозяйственной деятельности.

Отметим также, что $\frac{1}{3}$ в указанной выборке представляют компании с государственным участием (10); по наличию листинга — число различается по годам (2011 г. — 14 компа-

ний, 2014 г. – 20 компаний, 2017 г. – 18 компаний). Важной характеристикой выборки компаний первого этапа исследования является ее отраслевая структура: в нее вошли крупные стратегически значимые субъекты хозяйствования, созданные в виде публичных акционерных обществ (ПАО) или акционерных обществ (АО), представляющие три отрасли:

- нефтегазовый комплекс;
- машиностроение;
- банки и кредитные организации.

Из 30 компаний, представляющих эти отрасли, 20 включены в списки системообразующих предприятий России и системно значимых кредитных организаций.

2.3.2. Отраслевая структура выборки

Причины включения компаний нефтегазовой промышленности вполне очевидны: исторически сложилось так, что она является основой развития экономики России и вносит существенный вклад в прирост ВВП. Так, в структуре ВВП по счету производства добыча полезных ископаемых имеет существенный вес (см. рис. 2.3.1).



Рис 2.3.1. Добыча полезных ископаемых в структуре ВВП России
 Источник: Показатели национальных счетов России в 2011–2019 гг., Росстат. rosstat.gov.ru.

Нефтегазовый комплекс остается главным источником валютных и налоговых поступлений в стране. Зависимость

доходов федерального бюджета России от нефтегазовых поступлений очень высока (рис. 2.3.2).



Рис. 2.3.2. Динамика нефтегазовых доходов федерального бюджета РФ

Источник: Федеральное казначейство. datamarts.roskazna.ru/razdely/dohody/neftegazovye-i-neneftegazovye-dohody/?paramPeriod=2018.

В выборку первого этапа исследования входят крупнейшие компании российской нефтегазовой промышленности: «ЛУКОЙЛ», занимающий первое место в мире по запасам нефти; «Газпром», лидирующий по добыче газа в России и др. Наибольшую долю в выборке занимают компании, отнесенные к отрасли «Машиностроение». Большинство из них относятся к предприятиям, обслуживающим оборонно-промышленный комплекс нашей страны, имеющий не менее важное стратегическое значение для России, чем нефтегазовый.

Выбор коммерческих банков в качестве объектов исследования обусловлен следующими причинами: 1) в банковском секторе практика корпоративного управления применяется уже довольно длительный период, что позволяет оценить тенденции его развития в динамике; 2) в силу законодательных требований они публикуют довольно подробную финансовую отчетность о результатах своей деятельности; 3) финансовая и страховая деятельность, несмотря на то что не относится к реальному сектору экономики, занимает около 4% в структуре ВВП России,

что превышает вклад сельского хозяйства и сопоставимо со вкладом электроэнергетики и водоснабжения.

Примечательно, что большинство исследуемых компаний – более 65% выборки – относится к частному сектору (т. е. участие государства в капитале компании отсутствует или составляет менее 50%), соответственно 35% являются компаниями с государственным участием, что позволяет оценить его влияние в акционерном капитале на эффективность института корпоративного управления.

Для подтверждения репрезентативности выборки рассмотрим вклад исследуемых компаний в соответствующие отрасли. Росстат для оценки коммерческой деятельности юридических лиц использует показатель оборот (выручка) организаций в разрезе видов экономической деятельности. Данный показатель включает стоимость отгруженных товаров собственного производства, выполненных собственными силами работ и услуг, а также выручку от продажи приобретенных на стороне товаров (без налога на добавленную стоимость, акцизов и других аналогичных обязательных платежей). По своему экономическому содержанию он близок к показателю ВВП, отражающему конечный результат производственной деятельности, который измеряется стоимостью товаров и услуг, произведенных для конечного использования.

Однако оборот организаций в разрезе видов экономической деятельности характеризует не национальную экономику в целом, а отдельные отрасли. Поэтому для оценки вклада исследуемых компаний в соответствующие отрасли сопоставим значение их выручки с годовым оборотом отрасли. Принимая во внимание тот факт, что значение годового оборота отрасли очищено от НДС, акцизов и других аналогичных обязательных платежей, показатель выручки компаний скорректируем на уровень налоговой нагрузки, характерный для каждой исследуемой отрасли. Для оценки роли исследуемых банков на рынке сопоставим их активы с совокупными активами банковского сектора России. Результаты расчетов представлены в табл. 2.3.1–2.3.3.

Таблица 2.3.1. Выручка (оборот) исследуемых компаний нефтеперерабатывающей промышленности

Компании	Выручка (млрд руб.)					Выручка с учетом налоговой нагрузки (млрд руб.)					Доля предприятий в совокупном обороте предприятий (%)				
	2011	2014	2017	2011	2014	2017	2011	2014	2017	2011	2014	2017	2011	2014	2017
ОАО «Транснефть»	632,8	717,45	835,9	403,0	411,8	456,4	403,0	411,8	456,4	4,8	5,7	4,1	4,8	5,7	4,1
ПАО «Газпром»	3534,4	3990,3	4313,0	2251,4	2290,4	2354,9	2251,4	2290,4	2354,9	26,5	32,0	21,0	26,5	32,0	21,0
ПАО «НК «Роснефть»	2024,9	4284,6	4878,8	1289,9	2459,4	2663,8	1289,9	2459,4	2663,8	28,5	18,3	23,8	28,5	18,3	23,8
ПАО «НК «ЛУКОЙЛ»	35,1	242,9	223,4	22,4	139,4	122,0	22,4	139,4	122,0	1,6	0,3	1,1	1,6	0,3	1,1
ПАО «НОВАТЭК»	151,9	318,9	468,5	96,8	183,1	255,8	96,8	183,1	255,8	2,1	1,4	2,3	2,1	1,4	2,3
ПАО «Татнефть»	318,6	392,4	581,5	202,9	225,2	317,5	202,9	225,2	317,5	2,6	2,9	2,8	2,6	2,9	2,8
ПАО «Сургутнефтегаз»	754,4	862,6	1144,4	480,6	495,1	624,8	480,6	495,1	624,8	5,7	6,8	5,9	5,7	6,8	5,9
ПАО «Газпром нефть»	824,4	1249,5	1374,5	525,1	717,2	750,5	525,1	717,2	750,5	8,3	7,5	6,7	8,3	7,5	6,7
ОАО «НПК «Славнефть»	12,19	10,3	17,5	7,7	5,9	9,6	7,7	5,9	9,6	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Итого	8288,7	12068,9	13837,5	5279,8	6927,5	7555,3	5279,8	6927,5	7555,3	80,2	75,0	67,8	80,2	75,0	67,8

Источники: Официальная публикуемая отчетность исследуемых компаний; Оборот организаций (юридических лиц) по Российской Федерации в 2011, 2014, 2017 гг. в разрезе видов экономической деятельности, Росстат. gosstat.gov.ru; Налоговая нагрузка по видам экономической деятельности (Приказ ФНС России от 30 мая.2007 г. № ММ-3-06/333@) «Об утверждении Концепции системы планирования выездных налоговых проверок». www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_55729/22fed7b20490780f0ca2eae1005c2b8c36e2fbc/#dst1).

Таблица 2.3.2. Выручка (оборот) исследуемых компаний машиностроительной отрасли

Компании	Выручка (млрд руб.)			Выручка с учетом налоговой нагрузки (млрд руб.)			Доля предприятий в совокупном обороте предприятий (%)		
	2011	2014	2017	2011	2014	2017	2011	2014	2017
АО «Объединенная судостроительная корпорация»	0,4	23,2	44,8	0,4	21,8	42,7	0,02	0,66	1,06
ПАО «Объединенная авиастроительная корпорация»	2,0	39,9	52,3	1,9	37,5	49,8	0,07	1,14	1,24
ПАО «СОЛЛЕРС»	0,6	1,9	0,2	0,6	1,8	0,2	0,02	0,06	0,00
ПАО «КАМАЗ»	105,4	104,4	145,2	99,9	98,1	138,4	3,91	2,98	3,45
ПАО «АВТОВАЗ»	174,9	189,4	233,8	165,8	178,0	222,8	6,49	5,40	5,55
ПАО «Звезда»	0,9	1,4	2,1	0,8	1,3	2,0	0,03	0,04	0,05
ПАО «Корпорация Иркут»	49,5	59,4	84,7	46,9	55,8	80,7	1,84	1,69	2,01
АО «Концерн Энергомера»	0,4	0,1	0,1	0,3	0,1	0,1	0,01	0,00	0,00
АО «ЛОМО»	3,3	4,3	3,3	3,1	4,1	3,1	0,12	0,12	0,08
ПАО «Объединенные машиностроительные заводы»	1,4	5,8	7,5	1,4	5,5	7,1	0,05	0,17	0,18
ПАО «ОДК Уфимское МПО»	20,6	48,9	73,8	19,5	46,0	70,3	0,76	1,39	1,75
ПАО «Протон ПМ»	4,5	5,2	6,2	4,2	4,9	5,9	0,17	0,15	0,15
ПАО «Силовые машины»	47,3	44,8	53,2	44,8	42,1	50,7	1,76	1,28	1,26
Итого	411,2	528,7	707,2	389,6	497,0	673,8	15,25	15,08	16,78

Источники: Официальная публикуемая отчетность исследуемых компаний; Оборот организаций (юридических лиц) по Российской Федерации в 2011, 2014, 2017 гг. в разрезе видов экономической деятельности. Росстат. rosstat.gov.ru; Налоговая нагрузка по видам экономической деятельности (Приказ ФНС России от 30 мая 2007 г. № ММ-3-06/333@) «Об утверждении Концепции системы планирования выездных налоговых проверок». www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_55729/22fed7b20490780f0ca2eca1005c2b8c36e2fbe/#dst1).

Таблица 2.3.3. Активы исследуемых коммерческих банков

Банки	Активы (валюта баланса) (млрд руб.)			Доля активов банка в объеме совокупных активов (%)		
	2011	2014	2017	2011	2014	2017
АО «ДОМ.РФ» (бывш. АО «АИЖК»)	268,9	248,2	767,5	0,7	0,32	0,9
АО «Россельхозбанк»	1670,8	1915,8	2889,0	4,1	2,47	3,39
ПАО «Банк «ВТБ»	8768,5	12190,8	13009,3	21,1	15,7	15,27
ПАО Сбербанк России	18210,3	25200,8	27112,2	43,8	32,45	31,82
ПАО «Банк Санкт-Петербург»	409,4	521,6	606,9	1,0	0,67	0,71
ПАО Банк «Возрождение»	211,0	227,9	252,7	0,5	0,29	0,3
ПАО ИК РУСС ИНВЕСТ	4,1	4,8	4,5	0,0	0,01	0,01
Итого	29543,0	40310,9	44642,1	71,2	51,91	52,40

Источники: Официальная публикуемая отчетность исследуемых банков; Показатели деятельности кредитных организаций / ЦБ РФ. cbr.ru/statistics/bank_sector/pdco_sub/#a_77528.

Следует отметить, что компании, вошедшие в выборку, занимают весьма существенное положение в своих отраслях. Так, доля исследуемых компаний нефтегазовой промышленности в совокупном обороте отрасли составляет от 67,5 до 80,2%. В 2017 г. наблюдается некоторое снижение данного показателя, однако, возможно, это связано с изменениями в статистическом учете.

Доля исследуемых компаний машиностроения в обороте соответствующей отрасли менее существенна, чем нефтегазового сектора, однако следует учитывать, что на данном рынке представлено их большее число и нет столь «весомых игроков» как Газпром и Роснефть на рынке нефтегазовой продукции. При этом стоит отметить, что доля исследуемых компаний в совокупном обороте отрасли довольно стабильна.

Совокупные активы исследуемых банков составляют более половины совокупных активов банковского сектора России, несмотря на то что с 2014 г. данный показатель

существенно снизился за счет уменьшения доли активов Сбербанка и ВТБ в общем объеме, что свидетельствует о переходе части клиентов в другие коммерческие банки. Можно предположить, что это связано с развитием конкуренции на рынке банковских услуг.

ФАКТОРЫ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ

В соответствии с инструментарием исследования каждый из факторов корпоративного управления может быть измерен на основе агрегирования (линейной комбинации) критериев, входящих в Базу данных РИД, с использованием соответствующей весовой функции. При этом данные мониторинга корпоративного управления и возможности многомерного статистического анализа — в данном случае речь идет о методе главных компонент, позволяют выявить некоторые скрытые соотношения между исходными критериями, которые, собственно, и обуславливают указанную весовую функцию.

Определенные таким образом нормированные веса критериев корпоративного управления позволяют измерить конкретные значения композитных факторов для каждой компании в каждый момент времени рассматриваемого периода. Указанные веса являются основанием и для содержательной интерпретации композитных факторов. Отметим также, что в данном исследовании применяется технология «second best» ко всем разделам Базы данных РИД, обуславливающая выделение и содержательную интерпретацию двух главных компонент (всего восемь композитных факторов).

3.1. Права акционеров

Выполненные расчеты на основе данных мониторинга корпоративного управления в 2011, 2014 и 2017 гг. применительно к указанной выше выборке 30 компаний показали, что из 19 критериев корпоративного управления, характеризующих «права акционеров», четыре отличаются существенно большим весом и тем самым достаточно полно определяют первую главную компоненту, объясняющую более 58% дисперсии¹. Речь идет о следующих критериях: дивидендная история; закрепление чистой прибыли, из которой выплачиваются дивиденды; закрепление минимальной доли чистой прибыли, направляемой на выплату дивидендов; дивиденды по обыкновенным акциям². Совокупность указанных критериев позволяет интерпретировать первую компоненту как композитный фактор «Дивидендная политика».

3.1.1. Дивидендная политика

Заметим, что все показатели, определяющие данный композитный фактор, относятся к реализации одного из базовых прав акционеров — на получение дохода — и характеризуют ее обеспеченность (гарантию) со стороны компании. При этом выполненные расчеты указывают на почти равный вес показателей «закрепление чистой прибыли, из которой выплачиваются дивиденды», «закрепление минимальной доли чистой прибыли для дивидендов», «выплата дивидендов по обыкновенным акциям», чуть больший вес имеет показатель «наличие дивидендной политики» (табл. 3.1.1).

-
1. Дополняет первую главную компоненту вторая, вместе с которой они объясняют около 69% дисперсии.
 2. Отметим, что здесь и далее для удобства интерпретации полученных композитных факторов корпоративного управления в соответствующих таблицах весов используются только те показатели, веса которых превышают 5%-ный уровень. При этом веса показателей, включенных в таблицы, рассматриваются в нормированном виде (сумма весов равно 100%).

Таблица 3.1.1. **Весовая функция для показателей композитного фактора «Дивидендная политика»**

Показатели	Нормированные веса показателей в композитном факторе, %
Наличие дивидендной политики	27,8
Закрепление чистой прибыли, из которой выплачиваются дивиденды	24,4
Закрепление минимальной доли чистой прибыли для дивидендов	24,1
Выплата дивидендов по обыкновенным акциям	23,6

С позиции практики корпоративного управления показатели «закрепление чистой прибыли, из которой выплачиваются дивиденды» и «закрепление минимальной доли чистой прибыли для дивидендов» являются, по сути, детализацией показателя «наличие дивидендной политики», а показатель «выплата дивидендов по обыкновенным акциям» отражает ее реализацию. Подобный вывод основан на следующем обстоятельстве. Общество (компания) должно разработать и внедрить прозрачный и понятный механизм определения размера дивидендов и их выплаты. В связи с этим обществу рекомендуется утвердить дивидендную политику, которую целесообразно сформулировать в Положении о ней – внутреннем документе общества (Кодекс корпоративного управления, 2014. П. 10).

Таким образом, для инвесторов (акционеров) Положение о дивидендной политике является первичным документом при оценке привлекательности инвестиций в акции соответствующей компании; в соответствии с правилами листинга Московской биржи наличие данной политики является обязательным требованием к корпоративному управлению для компаний, чьи акции включены в 1-й и 2-й уровень листинга. Все это в совокупности и объясняет несколько больший вес показателя «наличие дивидендной политики» в данном композитном факторе.

Кроме того, для обеспечения прозрачности механизма определения размера дивидендов и их выплаты в указанном

Положении рекомендуется установить правила, регламентирующие порядок формирования части чистой прибыли, направляемой на выплату дивидендов, а также минимальный размер дивидендов по акциям общества разных категорий (там же. П. 31) — показатели «закрепление чистой прибыли, из которой выплачиваются дивиденды» и «закрепление минимальной доли чистой прибыли для дивидендов» соответственно.

Подтверждением последовательной реализации компанией своей дивидендной политики является показатель «выплата дивидендов по обыкновенным акциям», в рамках которого экспертами и рынком он положительно оценивается, если компания осуществляет этот процесс в установленный законом срок с момента принятия решения об их выплате. В целом же можно утверждать, что выделенная первая компонента полностью определяет композитный фактор «дивидендная политика» исследуемых компаний.

Четыре других показателя из тех же 19 критериев корпоративного управления, характеризующих «права акционеров», также имеют наибольшие веса, но уже во второй компоненте. В соответствии с выполненными расчетами ее определяют следующие показатели: размещение на сайте материалов к ОСА; концентрация прав собственности; наличие положения об инсайдерской информации; критерии сделок, решение об одобрении которых принимает совет директоров. Наиболее значимые показатели второй компоненты позволяют предположить, что в данном случае мы имеем дело с фактором «Снижение рисков нарушения прав акционеров».

3.1.2. Снижение рисков нарушения прав акционеров

Показатели, определяющие данную компоненту, на первый взгляд, весьма разнородны — два из них касаются прав акционеров на участие в управлении, а два других связаны с рисками их нарушения. Однако все четыре показателя между собой взаимосвязаны посредством обязательств компании по раскрытию соответствующей информации.

Причем данные обязательства обусловлены как действиями регулятора, так и давлением портфельных инвесторов, для которых получение публично раскрываемой информации часто является единственным источником данных для анализа и понимания ситуации в компании. Повышение информационной прозрачности способствует снижению рисков нарушения прав акционеров, в том числе и права на участие в управлении.

Выполненные расчеты указывают на больший удельный вес показателя «размещение материалов к общему собранию акционеров на сайте компании», на почти равный вес показателей «концентрация прав собственности» и «регулирование использования инсайдерской информации»; а также на наименьший вес показателя «критерии сделок, одобряемых советом директоров» (табл. 3.1.2).

Таблица 3.1.2. Весовая функция для показателей композитного фактора «Снижение рисков нарушения прав акционеров»

Показатели	Нормированные веса показателей в композитном факторе, %
Размещение материалов к ОСА на сайте компании	27,9
Концентрации прав собственности	25,2
Регулирование использования инсайдерской информации	24,3
Критерии сделок, одобряемых советом директоров	22,6

Одним из ключевых является право акционеров на участие в управлении, в связи с чем общество должно обеспечивать равное и справедливое отношение ко всем ним при его реализации. Для принятия соответствующих решений акционерам надо обладать всей необходимой информацией. Наличие у них возможности своевременно и необременительно с точки зрения временных и материальных затрат получать информацию и материалы для подготовки к ОСА позволяет им принимать более взвешенные и эффективные решения. В настоящее время одним из наиболее удобных способов получения информации

о компании и результатах ее деятельности является интернет-сайт. Поэтому все материалы, предоставление которых акционерам необходимо при подготовке к ОСА, рекомендуется размещать на интернет-сайте компании (Кодекс корпоративного управления, 2014. П. 10).

Такая практика в публичных компаниях носит устойчивый характер, но не типична для компаний с незначительным количеством акционеров. Самый большой удельный вес в данном композитном факторе показателя «размещение материалов к ОСА на сайте компании» объясняется необходимостью его реализации через установленный канал раскрытия информации — сайт, и сложившейся практики принятия публичными компаниями соответствующих обязательств. Почти одинаковый удельный вес, как указывалось ранее, имеют показатели «концентрация прав собственности» и «регулирование использования инсайдерской информации».

Наличие в компании контролирующего акционера или группы взаимосвязанных акционеров, владеющих 75% и более ее акций, создает риск нарушения прав миноритарных акционеров на управление компанией, поскольку позволяет принимать все ключевые решения в пользу одного акционера или группы взаимосвязанных акционеров. В связи с этим экспертами и рынком негативно оценивается данная степень концентрации собственности.

К инсайдерской относится информация о деятельности компании, ее ценных бумагах и сделках с ними, не являющаяся общедоступной, и раскрытие которой может оказать существенное влияние на рыночную стоимость этих бумаг. Отсутствие или недостаточно эффективное регулирование использования инсайдерской информации может приводить к злоупотреблениям со стороны лиц, располагающих доступом к ней, и в конечном итоге оказывать негативное влияние на деятельность компании, стоимость ее ценных бумаг и финансовый рынок в целом. Для публичных компаний регулирование оборота инсайдерской информации является не только актуальным, но и обязательным. В связи с этим в ком-

пании должен быть утвержден советом директоров отдельный документ, регулирующий использование инсайдерской информации — Положение об инсайдерской информации.

Почти одинаковый удельный вес вышеуказанных показателей обусловлен тем, что в публичной компании информация о степени концентрации собственности важна для миноритарных акционеров с точки зрения оценки потенциального риска использования ими своего объема владения, а сведения о практике применения инсайдерской информации позволяет им оценить риски, связанные с механизмом таких злоупотреблений. Вся вышеуказанная информация должна быть публично доступна для миноритарных акционеров.

Разумное расширение компетенции совета директоров по предварительному рассмотрению и одобрению существенных сделок позволяет усилить контроль над сохранностью активов компании и сокращает риски, связанные с возможностью злоупотреблений со стороны ее менеджмента. В соответствии с Федеральным законом «Об акционерных обществах» закреплена обязательная компетенция совета директоров по одобрению сделок на сумму от 25 до 50% балансовой стоимости активов.

Однако позитивным расширением компетенции совета директоров считается практика предварительного одобрения им сделок на сумму менее 10% или от 10 до 25% балансовой стоимости активов. При этом необходимо учитывать необходимость достижения баланса между высокой степенью контроля со стороны совета директоров и оперативностью принятия решений (Кодекс корпоративного управления, 2014. П. 307).

Расчеты свидетельствуют, что показатель «критерии сделок, одобряемых советом директоров» имеет наименьший удельный вес в анализируемом композитном факторе, поскольку его реализация напрямую не связана с обязательством по раскрытию информации и проявляется через внесение соответствующих норм в устав и положение о совете директоров, доступ к которым компания обязана обеспе-

чить для акционеров впоследствии. В публичных компаниях подобные документы подлежат размещению на сайте.

3.2. Деятельность органов управления и контроля

Результаты расчетов главных компонент для показателей второго раздела Базы данных РИД – «Деятельность органов управления и контроля», свидетельствуют, что из двадцати трех рассматриваемых критериев восемь имеют существенно больший вес и определяют первую компоненту, объясняющую 53% дисперсии.

К этим показателям относятся: наличие комитета по кадрам и вознаграждениям (ККВ), регламентация работы и состав этого комитета; наличие комитета по аудиту (КА), регламентация работы, состав и независимый статус председателя этого комитета; наличие службы внутреннего аудита (СВА). Принимая во внимание тесное взаимодействие комитета по аудиту со службой внутреннего аудита, первую компоненту можно охарактеризовать как «Структура совета директоров».

3.2.1. Структура совета директоров

Самый большой вес, как свидетельствуют расчеты, имеет показатель «наличие ККВ», почти равный вес наблюдается у тесно связанных с ним показателей «регламентация работы ККВ» и «состав ККВ». Что касается показателя «наличие КА», то его вес ниже, чем у показателей «состав КА», «статус председателя КА» и «регламентация работы КА». Самый низкий вес имеет показатель «наличие СВА» (табл. 3.2.1).

Мы уже отмечали, что создание комитета по аудиту является обязательным условием для публичных компаний, в непубличных он также формируется в первую очередь. Ситуация с наличием комитета по кадрам и вознаграждениям характеризуется большей вариативностью, так как обязанность его создания распространяется на более узкую группу компаний. Ключевые функции комитета по кадрам и вознаграждениям можно сгруппировать по двум направлениям, связанным с формированием:

- эффективной и прозрачной практики вознаграждения членов органов управления и иных ключевых работников общества;
- эффективной кадровой политики и кадрового планирования (планирования преемственности).

Таблица 3.2.1. **Весовая функция для показателей композитного фактора «Структура совета директоров»**

Показатели	Нормированные веса показателей в композитном факторе, %
Наличие ККВ	13,8
Регламентация работы ККВ	13,5
Состав ККВ	13,3
Состав КА	13,1
Статус председателя КА	12,8
Регламентация работы КА	12,7
Наличие КА	12,2
Наличие СВА	8,6

Самым тесным образом с ними связаны такие показатели, как «регламентация работы» и «состав» ККВ, КА и «статус председателя КА». В соответствии с рекомендацией Кодекса корпоративного управления (п. 195) обществу следует утвердить внутренние документы, определяющие задачи каждого комитета, полномочия, порядок их формирования и работы.

Более строго регулируется состав комитета по аудиту – он либо должен состоять только из независимых директоров, либо большинство его членов должны быть таковыми, что находит отражение в значении веса показателя «состав КА» по сравнению с показателем «состав ККВ». При этом вес обоих показателей довольно высок.

Самый низкий вес в данном композитном факторе наблюдается у показателя, не имеющего, на первый взгляд,

отношение к комитетам совета директоров – наличие службы внутреннего аудита. Однако создание СВА фактически связано с наличием в обществе комитета совета директоров по аудиту. Именно внутренний аудит служит важнейшим инструментом независимой оценки надежности и эффективности системы управления рисками и внутреннего контроля, т. е. одной из ключевых задач комитета по аудиту. Сравнительно низкий вес показателя «наличие СВА» можно объяснить тем, что данная служба зафиксирована в подавляющем большинстве компаний выборки, где был создан комитет по аудиту.

Вторую компоненту, объясняющую 10% дисперсии, сформировали еще семь показателей, также имеющих наибольшие веса. В их число вошли: наличие нормативно-методологической базы риск-менеджмента (политики управления рисками, его корпоративного стандарта, методологии, карты рисков, реестра рисков, владельцев рисков); наличие внутреннего подразделения (должностного лица), отвечающего за оценку рисков, определение уровня толерантности к ним, разработку процедур реагирования и методов управления ими; закрепление возможности повышения квалификации членов совета директоров; оценка работы совета директоров; наличие кадрового резерва для замещения ключевых должностных лиц; зависимость вознаграждения менеджмента от результатов деятельности общества; ежегодное осуществление советом директоров анализа и оценки действующей системы управления рисками и внутреннего контроля. Учитывая определенную однородность и взаимодополняемость указанных показателей, данную компоненту можно интерпретировать как «Качество работы органов управления».

3.2.2. Качество работы органов управления

Следует отметить, что данная компонента включает семь показателей, которые тематически можно объединить в три однородные группы (таб. 3.2.2).

Таблица 3.2.2. Весовая функция для показателей композитного фактора «Качество работы органов управления»

Показатели	Нормированные веса показателей в композитном факторе, %
Наличие нормативно-методологической базы риск-менеджмента	17,3
Наличие внутреннего подразделения управления рисками	15,9
Наличие возможности повышения квалификации членов совета директоров	14,7
Оценка работы совета директоров	14,7
Наличие кадрового резерва для замещения ключевых должностных лиц	13,6
Зависимость вознаграждения менеджмента от результатов деятельности общества	12,2
Анализ и оценка действующей системы управления рисками и внутреннего контроля	11,5

К первой группе показателей (как указывалось ранее) — «управление рисками» — относятся: наличие нормативно-методологической базы риск-менеджмента; наличие внутреннего подразделения (должностного лица), которое оценивает риски, определяет уровень толерантности к ним, разрабатывает процедуры реагирования и методы управления ими; ежегодное осуществление советом директоров анализа и оценки действующей системы управления рисками и внутреннего контроля.

Вторая группа — «качество работы совета директоров» — включает два показателя: закрепление возможности повышения квалификации членов совета директоров и оценка работы данного совета.

И, наконец, третья группа — «качество работы исполнительных органов» — объединяет два оставшихся показателя: наличие кадрового резерва для замещения ключевых должностных лиц и зависимость вознаграждения менеджмента от результатов деятельности общества.

Взаимосвязь показателей данного композитного фактора можно проследить следующим образом. Во-первых, выше-названные показатели в той или иной степени отражают

более развитую практику корпоративного управления, которая в первую очередь внедряется в публичных компаниях с эффективным советом директоров. Во-вторых, прослеживается определенная связь указанных показателей с деятельностью совета директоров и комитетов совета: показатели первой группы связаны с деятельностью комитета по аудиту, а второй и третьей — комитета по кадрам и вознаграждениям.

Важно отметить тот факт, что довольно высокий вес первых двух показателей (объясняемый неоднородностью практики) отчасти связан с невозможностью надлежащим образом их оценить, поскольку многие компании, в особенности непубличные, не раскрывали соответствующую информацию. В свою очередь, низкий вес последнего показателя связан с тем, что в большинстве случаев в компаниях выборки функция по проведению оценки действующей системы управления рисками и внутреннего контроля реализовывалась не советом директоров, а только комитетом по аудиту.

Таким образом, включенные в рассматриваемый композитный фактор показатели отражают в целом качество работы совета директоров и комитетов, внедрение определенных передовых стандартов корпоративного управления либо его отсутствие.

3.3. Раскрытие информации

Выполненные расчеты показали, что из 24 критериев корпоративного управления, характеризующих «раскрытие информации», четыре показателя, обладающие существенно большим весом, определили соответствующую главную компоненту, объяснившую 45% дисперсии. К ним относятся: раскрытие годовой отчетности по международным стандартам финансовой отчетности (МСФО) к ГОСА; раскрытие годовой отчетности по МСФО и аудиторского заключения; раскрытие промежуточной отчетности по МСФО; наличие англоязычной версии сайта. В совокупности указанные показатели позволяют достаточно однозначно интерпретировать выделенную компоненту как «Раскрытие финансовой отчетности».

3.3.1. Раскрытие финансовой отчетности

Большинство показателей этого композитного фактора связаны с раскрытием финансовой информации в форме отчетности по МСФО. Более того, как свидетельствуют расчеты, показатели «раскрытие годовой отчетности по МСФО к ГОСА», «раскрытие годовой отчетности по МСФО и аудиторского заключения», «раскрытие промежуточной отчетности по МСФО» имеют почти одинаковый удельный вес. При этом показатель «наличие англоязычной версии сайта» имеет существенно меньший вес (табл. 3.3.1).

Таблица 3.3.1. **Весовая функция для показателей композитного фактора «Раскрытие финансовой отчетности».**

Показатели	Нормированные веса показателей в композитном факторе, %
Раскрытие годовой отчетности по МСФО к ГОСА	28,4
Раскрытие годовой отчетности по МСФО и аудиторского заключения	28,3
Раскрытие промежуточной отчетности по МСФО	27,8
Наличие англоязычной версии сайта	15,5

С позиции практики корпоративного управления показатель «раскрытие годовой отчетности по МСФО и аудиторского заключения» можно назвать базовым для выделенной группы показателей. Наличие отчетности по МСФО является определяющим фактором при выходе компании на рынок ценных бумаг и может даже предшествовать изменениям в структуре корпоративного управления компании.

Кроме того, наличие этой отчетности — обязательное условие в соответствии с правилами листинга бирж. Кодекс корпоративного управления (п. 289) рекомендует раскрывать отчетность по МСФО и тем обществам, в отношении которых обязанность по составлению и раскрытию такой отчетности законодательством не установлена. Для инвесторов и экспертов значимым является раскрытие всех форм отчетности по

МСФО. Однако не все компании, подготавливающие соответствующую отчетность, раскрывают ее.

Показатель «раскрытие годовой отчетности по МСФО к ГОСА» является вспомогательным, поскольку оценивает дополнительные характеристики – срок и язык предоставления отчетности. Финансовая отчетность, подготовленная в соответствии с МСФО, должна быть переведена на русский язык для обеспечения необременительного доступа к ней российских акционеров, а также опубликована до проведения годового общего собрания акционеров для оценки ими финансового положения компании (Кодекс корпоративного управления, 2014. П. 292).

Показатель «раскрытие промежуточной отчетности по МСФО» также вспомогательный. Он характеризует предоставление акционерам и инвесторам полугодовой или ежеквартальной финансовой отчетности в дополнение к годовой отчетности в целях обеспечения их более оперативной и достоверной информацией о финансовом состоянии общества. Соответствующая отчетность также должна быть переведена на русский язык для обеспечения равнодоступности всех акционеров российских компаний к данной форме раскрытия информации.

Показатель «наличие англоязычной версии сайта» на первый взгляд имеет опосредованную связь с финансовой отчетностью по МСФО, что объясняет и наименьший вес в композитном факторе. Однако внедрение отчетности по МСФО является признаком глобализации финансовых рынков, а значит первая коррелирует с прозрачностью компании для англоязычной аудитории.

Основной интерес для международных инвесторов представляет финансовая информация о компании, поэтому на англоязычной версии сайтов этот раздел чаще обновляется. Помимо этого российские компании публикуют для англоязычных пользователей пресс-релизы, материалы к собранию и отдельные внутренние документы, тем самым также обеспечивая равнодоступность информации для всех акционеров (там же. П. 285). Наличие качественной англоязычной версии

сайта с регулярно обновляемой информацией присуще, прежде всего, публичным компаниям и компаниям с развитой практикой корпоративного управления.

Пять других показателей из тех же 24 критериев, характеризующих «раскрытие информации», в соответствии с выполненными расчетами также имеют наибольшие веса, но уже во второй компоненте, объясняющей 20% дисперсии. К ним относятся показатели наличия на сайте: 1) положения о правлении или других исполнительных органах; 2) положения об общем собрании акционеров; 3) положения о совете директоров; 4) списка аффилированных лиц; 5) устава и изменений к нему. Все указанные показатели позволяют интерпретировать эту компоненту как фактор «Раскрытие корпоративных документов».

3.3.2. Раскрытие корпоративных документов

Проведенные расчеты свидетельствуют, что показатели «наличие на сайте положения о правлении или других исполнительных органах», «наличие на сайте положения об общем собрании акционеров» и «наличие на сайте положения о совете директоров» имеют почти одинаковый вес, превосходящий вес показателей «наличие на сайте устава и всех изменений, внесенных за последний год» и «наличие на сайте списка аффилированных лиц» (табл. 3.3.2.).

Таблица 3.3.2. Весовая функция для показателей композитного фактора «Раскрытие корпоративных документов»

Показатели	Нормированные веса показателей в композитном факторе, %
Наличие на сайте положения о правлении или других исполнительных органах	23,7
Наличие на сайте положения об общем собрании акционеров	23,1
Наличие на сайте положения о совете директоров	22,3
Наличие на сайте списка аффилированных лиц	16,3
Наличие на сайте устава и всех изменений, внесенных за последний год	14,6

Активное использование сайта обеспечивает оперативное предоставление информации о деятельности компании всем заинтересованным лицам. С точки зрения практики корпоративного управления, соблюдение вышеуказанных критериев не является признаком развитой системы корпоративного управления. Раскрытие данной информации регулируется ст. 69 Положения Банка России от 30 декабря 2014 г. «О раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг» и для большинства акционерных обществ является обязательным.

Показатели, касающиеся наличия на сайте положений о правлении или других исполнительных органах, об общем собрании акционеров и о совете директоров касаются регулирования деятельности всей «триады» органов управления акционерного общества. Этим и объясняется сопоставимый удельный вес этих показателей. Для подавляющего большинства компаний характерна положительная практика по этим критериям.

Показатели, касающиеся наличия на сайте списка аффилированных лиц и устава, включая все его изменения, внесенные за последний год, имеют значительно меньший вес в композитном факторе. Раскрытие списка аффилированных лиц также является обязательным требованием только для эмитентов ценных бумаг, а наличие на сайте устава — для акционерных обществ, поэтому акцент в оценке критерия сделан на демонстрации на сайте всех изменений, внесенных за предшествующий год.

3.4. Корпоративная социальная ответственность и устойчивое развитие

Выполненные расчеты показали, что из девяти критериев, характеризующих этот раздел Базы данных РИД, пять показателей определили первую компоненту, объясняющую 45% дисперсии, и три показателя — вторую компоненту — еще 20% дисперсии.

В первую главную компоненту вошли следующие показатели: «наличие политики КСО в отношении местных сооб-

ществ»; «наличие политики КСО в отношении благотворительной и спонсорской деятельности»; «наличие политики КСО в отношении клиентов и контрагентов»; «наличие политики КСО в отношении персонала»; «подготовка социальной отчетности». Анализ вошедших в эту компоненту показателей и соответствующих весов позволяет трактовать данный фактор как «Политика корпоративной социальной ответственности» (табл. 3.4.1).

3.4.1. Политика корпоративной социальной ответственности

В целом все показатели данной компоненты с точки зрения практики корпоративного управления достаточно однородны и характеризуют документальное закрепление компаниями своих обязательств перед основными группами стейкхолдеров. Однако расчеты показали разный удельный вес большинства вошедших показателей (табл. 3.4.1).

Таблица 3.4.1. **Весовая функция для показателей композитного фактора «Политика корпоративной социальной ответственности».**

Показатели	Нормированные веса показателей в композитном факторе, %
Наличие политики КСО в отношении местных сообществ	23,3
Наличие политики КСО в отношении благотворительной и спонсорской деятельности	22,7
Наличие политики КСО в отношении клиентов и контрагентов	20,4
Наличие политики КСО в отношении персонала	18,1
Подготовка социальной отчетности	15,4

Наиболее высокие удельные веса демонстрируют показатели «наличие политики КСО в отношении местных сообществ» и «наличие политики КСО в отношении благотворительной и спонсорской деятельности», меньший удельный вес — «наличие политики КСО в отношении клиентов и контрагентов», наименьший — «наличие политики КСО

в отношении персонала». Полагаем, что это свидетельство символизма российского социального сознания компаний и большей важности для них выстраивания отношений с государством и внешнего PR-эффекта, чем создания устойчивых связей с персоналом и контрагентами, взаимоотношения с которыми регулируются исполнением договорных обязательств.

Кроме того, Кодекс корпоративного управления (п. 291) рекомендует раскрывать следующую информацию в области социальной и экологической ответственности:

- политику общества в социальной и экологической сфере;
- отчет общества об устойчивом развитии, составленный в соответствии с международно признанными стандартами.

Эта рекомендация объясняет попадание в первую главную компоненту показателя «подготовка социальной отчетности», который содержит информацию о практической реализации стратегии компании в области КСО и устойчивого развития, закрепленной в вышеупомянутых политиках.

Стейкхолдеры, получая доступ к социальной отчетности, ожидают от компании соответствия определенным стандартам раскрытия указанной информации, в том числе с точки зрения структуры, объема и содержания. В этой связи раскрытие информации о корпоративной социальной ответственности, подготовленной в соответствии со стандартами GRI (*Global Reporting Initiatives*), является наиболее эффективным способом представления указанных данных. В настоящий момент подготовка отчетов об устойчивом развитии не получила широкого распространения и более свойственна самым крупным российским компаниям, вошедшим в выборку настоящего исследования, что повлияло на высокую дисперсию данного критерия.

Три других показателя в соответствии с выполненными расчетами также имеют наибольшие веса, но уже во второй компоненте. К ним относятся: «наличие реализованных

проектов КСО для населения по месту деятельности общества»; «наличие реализованных проектов КСО для сотрудников общества и членов их семей»; «наличие экологической политики». Совокупность указанных критериев позволяет интерпретировать эту компоненту как фактор «Реализация проектов КСО».

3.4.2. Реализация проектов корпоративной социальной ответственности

Показатели, вошедшие в данный композитный фактор, содержательно также достаточно однородны. Однако показатели «наличие реализованных проектов КСО для населения по месту деятельности общества» и «наличие реализованных проектов КСО для сотрудников общества и членов их семей» имеют почти одинаковый удельный вес, существенно больший по сравнению с показателем «наличие экологической политики» (табл. 3.4.2).

Таблица 3.4.2. Весовая функция для показателей композитного фактора «Реализация проектов КСО»

Показатели	Нормированные веса показателей в композитном факторе, %
Наличие реализованных проектов КСО для населения по месту деятельности общества	37,4
Наличие реализованных проектов КСО для сотрудников общества и их семей	37,2
Наличие экологической политики	25,4

Обращает на себя внимание, что показатель второй главной компоненты «наличие реализованных проектов КСО для населения по месту деятельности общества» коррелирует со связанным с ним показателем первой главной компоненты — «наличие политики КСО в отношении местных сообществ», который имеет почти тот же удельный вес.

Высокий удельный вес показателя «наличие реализованных проектов КСО для сотрудников общества и членов их семей» обусловлен особенностью российской экономики,

связанной с большим числом градообразующих предприятий, что вынуждает компании брать на себя дополнительные обязательства для эффективного функционирования. Данный критерий также коррелирует со связанным с ним критерием первой главной компоненты – «наличие политики КСО в отношении персонала».

Наименьший удельный вес имеет показатель, характеризующий наличие экологической политики. Полагаем, это связано с тем, что для компаний, принадлежащих к отраслям «Банки и финансовые учреждения» и «Телекоммуникации, связь и информационные технологии», утверждение экологической политики не является приоритетной. В это же время для компаний производственного сектора принятие экологической политики более актуально, что увеличивает дисперсию по данному критерию.

Выполненные расчеты на основе 75 критериев корпоративного управления, характеризующих четыре раздела Базы данных РИД, применительно к указанной выше выборке 30 компаний в период 2011–2017 гг. позволили «сжать» существующий информационный массив и определить 8 композитных факторов корпоративного управления (табл. 3.4.3).

Таблица 3.4.3. Сводная таблица факторов корпоративного управления

№	Композитные факторы корпоративного управления
1	Дивидендная политика
2	Снижение рисков нарушения прав акционеров
3	Структура совета директоров
4	Качество работы органов управления
5	Раскрытие финансовой отчетности
6	Раскрытие корпоративных документов
7	Политика корпоративной социальной ответственности
8	Реализация проектов корпоративной социальной ответственности

ИЗМЕРИТЕЛИ ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА

Оценка влияния института корпоративного управления на экономический рост предполагает проведение нескольких видов исследований. Речь идет о построении системы регрессионных моделей, где в качестве регрессоров выступают представленные в предыдущей главе восемь композитных факторов корпоративного управления. В качестве же зависимых переменных, наряду со статистически наблюдаемыми и расчетными показателями результатов экономической деятельности предприятий, применяются композитные факторы, характеризующие потенциалы экономического роста.

Их количественное определение основано на использовании трех однородных групп исходных показателей деятельности анализируемых компаний, представленных в гл. 2 настоящей работы – «Активы», «Масштабы производства», «Доходы», и соответствующего инструментария агрегирования (линейной комбинации) статистически наблюдаемых показателей.

4.1. Активы компаний

Анализ экономической деятельности, характеризующей активы компаний, предполагает рассмотрение трех показателей: «стоимость чистых активов»; «величина валюты баланса (активы)» и «размер уставного капитала». Выполненные рас-

четы на основе реальных статистических данных в 2011, 2014 и 2017 гг. для выборки 30 компаний позволили выделить главную компоненту, которая объясняет более 50% дисперсии наблюдаемых изменений показателей и которую можно интерпретировать как потенциал «Совокупные активы» компаний. В табл. 4.1.1 приведены веса указанных показателей, определяющие данную компоненту.

Таблица 4.1.1. **Весовая функция потенциала экономического роста «Совокупные активы»**

Показатели	Нормированные веса показателей в потенциале, %
Стоимость чистых активов	44,3
Величина валюты баланса (активы)	43,4
Размер уставного капитала	12,3

4.1.1. Объясняющая интерпретация компоненты

Как показывают расчеты, почти равный вес в данном потенциале экономического роста имеют показатели «стоимость чистых активов» и «величина валюты баланса (активы)». В рамках данного анализа под стоимостью чистых активов понимается собственный капитал хозяйствующего общества, включающий добавочный капитал, нераспределенную прибыль, резервные фонд и т. д. При этом в зарубежной практике стоимость чистых активов (собственный капитал) публичных обществ определяется как акционерный капитал (*Shareholders equity*)¹.

Заметим, что анализ собственного (акционерного) капитала представляет особую значимость с точки зрения определения финансовой устойчивости и независимости компании, что вполне согласуется с наибольшим весом данного показателя в исследуемом экономическом потенциале.

1. См. например: Майкрософт: Годовой отчет 2019. www.microsoft.com/investor/reports/ar19/index.html (дата обращения: 09.07.2020).

Величина валюты баланса характеризует стоимость всех активов предприятия и представляет собой основные средства (капитал) компании, за счет использования которых создается добавленная стоимость, которая, как и показатель акционерного капитала, вносит весомый вклад в устойчивое развитие компаний.

Наименьший вес имеет показатель «размер уставного капитала». Его низкая значимость обусловлена экономической и правовой сущностью уставного капитала, который является лишь первоначальном «взносом» предприятия, за счет него формируются его первоначальные активы, с которыми компания начинает ведение своей деятельности. Любое изменение размера уставного капитала строго регламентируется законодательными требованиями и учредительными документами. Таким образом, уставный капитал, как правило, не изменяется на протяжении длительного времени ведения организацией хозяйственной деятельности и не представляет особого интереса с точки зрения анализа положения компании. Данный вывод подтверждается отсутствием значимых корреляционных связей этого показателя с другими исследуемыми индикаторами.

Установленные статистически обоснованные связи, нашедшие отражение в весовой функции, определяющей вклад каждого показателя в выявленную главную компоненту, характеризующую активы предприятий, позволяют подтвердить сформулированную выше содержательную интерпретацию этого агрегата исходных показателей как потенциал «Совокупные активы» компаний. Следует также подчеркнуть, что интерпретацию активов предприятия как экономического потенциала, обусловленного его капиталом, в современных исследованиях можно считать общепринятой. Так, под капиталом предприятия понимается обычно общая стоимость средств в нематериальной, материальной и денежной формах, которые инвестированы в создание активов организации (Сазонова, 2017. С. 250–254).

4.1.2. Кластерный анализ потенциала «Совокупные активы»

В дополнение к количественному определению данного экономического потенциала анализируемых компаний были выделены их однородные группы с близкими значениями этого потенциала внутри каждой из них и значимыми различиями между ними. Решение этой задачи основывалось на применении методов автоматической классификации, в данном случае – двухэтапного кластерного анализа. Результаты расчетов – выделение групп компаний-аутсайдеров, среднего уровня и лидеров по уровню потенциала «Совокупные активы» – представлены в табл. 4.1.2.

Расчеты свидетельствуют, что в 2011 г. из 30 предприятий исследуемой выборки лишь две компании – ПАО «Банк «ВТБ» и АО «Атомэнергопром» – находились в группе со средним уровнем потенциала «Совокупные активы», и две компании вошли в группу лидеров – ПАО «Газпром» и ПАО «Сбербанк России». Остальные 26 анализируемых предприятий принадлежали группе аутсайдеров. В 2014 и 2017 гг. ситуация несколько изменилась. Еще две компании ПАО «НК «Роснефть» и ПАО «Сургутнефтегаз» вошли в группу со средним уровнем потенциала «Совокупные активы». При этом почти 87% всех анализируемых предприятий в 2011 г. и 80% в 2014 и 2017 гг., принадлежали кластеру с низким уровнем данного потенциала.

Рассмотрим еще один вид совместного распределения компаний: уровень потенциала «Совокупные активы» и принадлежность предприятий к определенной отрасли экономики в тот же самый временной период 2011, 2014 и 2017 гг. (см. табл. 4.1.3). Следует отметить, что в трех из четырех отраслей ситуация за эти годы никак не менялась. Все предприятия машиностроения демонстрировали низкий уровень потенциала «Совокупные активы», компания, представляющая атомную промышленность, каждый год входила в кластер со средним уровнем данного потенциала; не было также каких-либо изменений и в банковском секторе, более

70% предприятий которого устойчиво показывали низкий уровень и немногим более 14% – средний и высокий.

Таблица 4.1.2. Компании-аутсайдеры (А), среднего уровня (С) и лидеры (Л) по уровню потенциала «Совокупные активы» в 2011, 2014 и 2017 гг.

Компании	Годы		
	2011	2014	2017
АО «Объединенная судостроительная корпорация»	А	А	А
ПАО «Объединенная авиастроительная корпорация»	А	А	А
ПАО «СОЛЛЕРС»	А	А	А
ПАО «Татнефть»	А	А	А
ПАО «Звезда»	А	А	А
ПАО «КАМАЗ»	А	А	А
ПАО «Корпорация Иркут»	А	А	А
АО «Концерн Энергомера»	А	А	А
АО «ЛОМО»	А	А	А
ОАО «НГК «Славнефть»	А	А	А
ПАО «Объединенные машиностроительные заводы»	А	А	А
ПАО «ОДК Уфимское МПО»	А	А	А
ПАО «Протон ПМ»	А	А	А
ПАО «Силовые машины»	А	А	А
ПАО «НК «ЛУКОЙЛ»	А	А	А
ПАО «АВТОВАЗ»	А	А	А
ПАО «НОВАТЭК»	А	А	А
АО «Россельхозбанк»	А	А	А
АО «ДОМ.РФ»(бывш. АО «АИЖК»)	А	А	А
ПАО «Банк Санкт-Петербург»	А	А	А
ПАО Банк «Возрождение»	А	А	А
ПАО «ИК РУСС ИНВЕСТ»	А	А	А
ПАО «Газпром нефть»	А	А	А
ОАО «Транснефть»	А	А	А
ПАО «НК «Роснефть»	А	С	С
ПАО «Сургутнефтегаз»	А	С	С
АО «Атомэнергопром»	С	С	С
ПАО «Банк «ВТБ»	С	С	С
ПАО «Сбербанк России»	Л	Л	Л
ПАО «Газпром»	Л	Л	Л
Удельный вес аутсайдеров в массиве компаний, %	86,7	80,0	80,0
Удельный вес средних в массиве компаний, %	6,7	13,3	13,3
Удельный вес лидеров в массиве компаний, %	6,7	6,7	6,7

Таблица 4.1.3. Совместное распределение компаний по уровню потенциала «Совокупные активы» и отраслям экономики в 2011, 2014 и 2017 гг. (%)

Годы	Отрасли	Уровень потенциала «Совокупные активы»		
		низкий	средний	высокий
2011	Машиностроение	100,0		
	Банки и финансовые учреждения	71,4	14,3	14,3
	Нефть и нефтегазовая промышленность	88,9		11,1
	Атомная промышленность		100,0	
	Всего	86,7	6,7	6,7
2014	Машиностроение	100,0		
	Банки и финансовые учреждения	71,4	14,3	14,3
	Нефть и нефтегазовая промышленность	66,7	22,2	11,1
	Атомная промышленность		100,0	
	Всего	80,0	13,3	6,7
2017	Машиностроение	100,0		
	Банки и финансовые учреждения	71,4	14,3	14,3
	Нефть и нефтегазовая промышленность	66,7	22,2	11,1
	Атомная промышленность		100,0	
	Всего	80,0	13,3	6,7
Всего за период	Машиностроение	100,0		
	Банки и финансовые учреждения	71,4	14,3	14,3
	Нефть и нефтегазовая промышленность	74,1	14,8	11,1
	Атомная промышленность		100,0	
	Всего	82,2	11,1	6,7

Такая ситуация может служить подтверждением положения, что накопление капитала играет «малую роль» в том случае, если оно не способствует превращению новых знаний и технологий в реальную продукцию (Мировая экономическая..., 2004. С. 587).

И лишь в нефтегазовом секторе прослеживается положительная динамика. Так, по отношению к 2011 г. удельный вес предприятий этой отрасли с низким уровнем потенциала «Совокупные активы» сократился с 88,9 до 66,7% в 2014 и 2017 гг. Произошло это в результате увеличения доли ком-

паний этой отрасли, демонстрирующих средний уровень потенциала «Совокупные активы». Надо сказать, что результаты исследования совместного распределения компаний по двум параметрам – отраслевой структуре и уровню потенциала «Совокупные активы» – вполне согласуются с кластерным анализом отдельных предприятий (табл. 4.1.2).

4.1.3. Совокупные активы и факторы корпоративного управления

В завершение анализа потенциала, характеризующего один из результатов экономической деятельности – «Совокупные активы» компаний, целесообразно, хотя бы в первом приближении, количественно оценить влияние на него каждого из восьми ранее выделенных агрегированных факторов корпоративного управления. Для решения этой задачи рассмотрим результаты соответствующего корреляционного анализа (табл. 4.1.4).

Таблица 4.1.4. Статистические связи потенциала «Совокупные активы» с композитными факторами корпоративного управления

Факторы корпоративного управления	Коэффициенты парной корреляции (по Спирмену)
Дивидендная политика	0,424*
Снижение рисков нарушения прав акционеров	0,504*
Структура совета директоров	0,580*
Качество работы органов управления	0,411*
Раскрытие финансовой отчетности	0,105
Раскрытие корпоративных документов	-0,410*
Политика корпоративной социальной ответственности	0,419*
Реализация проектов корпоративной социальной ответственности	0,189

* Корреляция значима на уровне 1%.

Выполненные расчеты свидетельствуют, что лишь два направления корпоративного управления – «раскрытие финансовой отчетности» и «реализация проектов корпоративной социальной ответственности» – не оказывают стати-

стически значимого влияния на экономический потенциал «Совокупные активы» компаний. Связь шести других факторов корпоративного управления с данным потенциалом является статистически значимой на 1%-ном уровне.

При этом наибольшее влияние на него оказывают компоненты «структура совета директоров» ($k = 0,580$) и «снижение рисков нарушения прав акционеров» ($k = 0,504$). Следует отметить также, что фактор «раскрытие корпоративных документов» отрицательно влияет на потенциал «совокупные активы» компаний (табл. 4.1.4).

Эти нетривиальные результаты корреляционного анализа, как и ряд других выявленных связей, требуют соответствующего объяснения, которое заключается, по-видимому, в построении многофакторных статистических зависимостей.

4.2. Масштабы производства

Изучение категории масштабов производства восходит к Адаму Смигу, который выделял данный фактор в качестве необходимого условия возникновения феномена разделения труда. При этом глубина разделения труда непосредственно зависит от масштабов производства: чем они больше, тем глубже может быть разделение труда и больше специализация. От степени специализации, в свою очередь, зависит рост производительности труда.

Преимущества увеличения масштабов производства анализировали Ч. Бэббидж и Дж. Милль (*Babbage*, 1835; *Милль*, 2007). К этому добавим, что А. Курно, А. Маршалл и П. Сраффа (*Cournot*, 1897; *Маршалл*, 2007; *Sraffa*, 1926) активно обсуждали влияния на рынок эффектов возрастания масштабов производства. Заметим также, что наиболее адекватной мерой масштаба производства, как известно, выступает величина расходов. Дополнительным аргументом здесь может служить и тот факт, что вклад целого ряда отраслей непродуцированной сферы в ВВП (здравоохранения, образования, науки, культуры) традиционно измеряется размером расходов на их содержание.

С учетом вышеизложенного в разделе деятельности предприятий, характеризующей «Масштабы производства», рассматриваются следующие статистически наблюдаемые показатели расходов компаний: «величина себестоимости»; «величина управленческих расходов»; «величина коммерческих расходов»; «величина процентов к уплате»; «величина прочих расходов». Указанные индикаторы в наиболее общем и достаточно полном виде характеризуют внутренние процессы предприятий, все основные аспекты их операционной деятельности, рассматриваемые в «стоимостной проекции», — собственно производство (себестоимость), управление операциями предприятия (управленческие расходы), маркетинговую деятельность и стимулирование продаж (коммерческие расходы), а также финансовые аспекты производственной деятельности предприятия (проценты к уплате). В данный раздел входят также показатели прочих расходов, к которым, в частности, относятся затраты на сертификацию продукции, просроченная дебиторская задолженность, издержки, связанные с подбором и обучением персонала, арендные и лизинговые платежи, представительские расходы и др.

Выполненные расчеты на основе реальных статистических данных для выборки 30 компаний в 2011, 2014 и 2017 гг. позволили выделить главную компоненту, объясняющую более 76% дисперсии и, которую можно интерпретировать как потенциал «Масштабы производства». В табл. 4.2.1 приведены веса указанных показателей, определяющие этот потенциал экономического роста компаний.

Таблица 4.2.1. **Весовая функция потенциала экономического роста «Масштабы производства»**

Показатели	Нормированные веса показателей в потенциале, %
Величина себестоимости	22,5
Величина управленческих расходов	21,8
Величина коммерческих расходов	21,7
Величина процентов к уплате	19,1
Величина прочих расходов	14,9

4.2.1. Объясняющая интерпретация компоненты

Выполненные расчеты свидетельствуют, что показатель себестоимости имеет максимальный вес среди переменных данной компоненты, что вполне объясняется структурой расходов большинства предприятий – основным фактором, определяющим масштабы производства, являются расходы по основной деятельности (себестоимость). Веса двух других показателей (управленческие расходы и коммерческие расходы) ненамного отличаются от веса себестоимости и примерно равны. Таким образом, первые три показателя полностью объясняют всю структуру себестоимости исследуемых предприятий.

Можно предположить, что достаточно высокое значение веса показателя «величина процентов к уплате» может быть объяснено двумя обстоятельствами: предприятия активно пользуются заемными средствами, проценты по которым составляют значительную долю затрат; в исследуемой выборке большое место занимают банки, для которых данная деятельность является основной. Весовая нагрузка прочих расходов в этом экономическом потенциале также оказалась достаточно высокой, хотя и наименьшей среди других показателей, что может служить дополнительным подтверждением того, что различные виды вспомогательной деятельности оказываются значимыми и даже необходимыми, требующими определенных расходов для их осуществления.

4.2.2. Кластерный анализ потенциала «Масштабы производства»

В дополнение к количественному определению данного потенциала экономического роста были выделены статистически однородные группы анализируемых компаний с близкими значениями уровня внутри каждой из них и значимыми различиями между ними.

Результаты расчетов с использованием уже упоминавшихся методов автоматической классификации, в данном случае – двухэтапного кластерного анализа на основе логарифмической функции правдоподобия – обеспечили выделение трех групп

компаний. Речь идет о компаниях-аутсайдерах, среднего уровня и лидерах по уровню потенциала «Масштабы производства», которые представлены в приведенной ниже таблице (табл. 4.2.2).

Таблица 4.2.2. Компании-аутсайдеры (А), среднего уровня (С) и лидеры (Л) по уровню потенциала «Масштабы производства» в 2011, 2014 и 2017 гг.

Компании	Годы		
	2011	2014	2017
АО «Атомэнергопром»	А	А	А
АО «Объединенная судостроительная корпорация»	А	А	А
ПАО «Объединенная авиастроительная корпорация»	А	А	А
ПАО «СОЛЛЕРС»	А	А	А
ПАО «Татнефть»	А	А	А
ПАО «КАМАЗ»	А	А	А
ПАО «АВТОВАЗ»	А	А	А
ПАО «Звезда»	А	А	А
ПАО «Корпорация Иркут»	А	А	А
АО «Концерн Энергомера»	А	А	А
АО «ЛОМО»	А	А	А
ОАО «НГК «Славнефть»	А	А	А
ПАО «Объединенные машиностроительные заводы»	А	А	А
ПАО «ОДК Уфимское МПО»	А	А	А
ПАО «Протон ПИМ»	А	А	А
ПАО «Силовые машины»	А	А	А
ПАО «НК «ЛУКОЙЛ»	А	С	С
ПАО «НОВАТЭК»	А	С	С
АО «ДОМ.РФ» (бывш. АО «АИЖК»)	С	С	С
АО «Россельхозбанк»	С	С	С
ОАО «Транснефть»	С	С	С
ПАО «Банк «ВТБ»	С	С	С
ПАО «Сбербанк России»	С	С	С
ПАО «Банк Санкт-Петербург»	С	С	С
ПАО Банк «Возрождение»	С	С	С
ПАО «Сургутнефтегаз»	С	С	С
ПАО «Газпром нефть»	С	С	С
ПАО «ИК РУСС ИНВЕСТ»	С	С	С
ПАО «НК «Роснефть»	С	Л	Л
ПАО «Газпром»	Л	Л	Л
Удельный вес аутсайдеров в массиве компаний, %	60,0	53,3	53,3
Удельный вес средних в массиве компаний, %	36,7	40,0	40,0
Удельный вес лидеров в массиве компаний, %	3,3	6,7	6,7

Из приведенных данных видно, что в 2011 г. лишь одно предприятие по потенциалу «Масштабы производства» вошло в число лидеров – это ПАО «Газпром». При этом 36,7% из всей совокупности предприятий попало в среднюю группу, а 60% – аутсайдеров. В течение рассматриваемого периода компании продемонстрировали весьма небольшую, но положительную динамику: в 2014 г. в группу лидеров вошло также ПАО «НК «Роснефть», а ПАО «НК «ЛУКОЙЛ» и «ПАО «НОВАТЭК» переместились из группы аутсайдеров в группу средних компаний по данному потенциалу. Благодаря этим перемещениям группа лидеров стала составлять 6,7%, средних – возросла до 40%; аутсайдеров – сократилась до 53,3%. В 2017 г. не произошло изменений по сравнению с 2014 г. В целом же в течение всего периода ни одно предприятие не ухудшило своего положения.

Рассмотрим теперь совместное распределение предприятий по масштабам производства и по отдельным отраслям (табл. 4.2.3). Несмотря на то, что объектами анализа являются крупнейшие предприятия российской экономики, их сопоставление свидетельствует о разделении компаний на три группы. Причем все предприятия машиностроения и атомной промышленности (представленной АО «Атомэнергпром») оказались среди аутсайдеров. Банки попали в группу предприятий со средним уровнем масштабов деятельности. И все компании этой группы не показали существенной динамики в отношении изменения уровня потенциала «Масштабы производства».

Самой интересной оказалась группа предприятий нефтегазовой промышленности. Во-первых, потому что данные предприятия попали во все три кластера – с низким, средним и высоким потенциалом масштабов производства. Во-вторых, все перемещения из группы в группу, т. е. увеличение потенциала масштабов производства, были осуществлены компаниями нефтяной и нефтегазовой отрасли (табл. 4.2.3).

Кроме того, представляет интерес количественный состав каждого кластера. Самый большой кластер – группа пред-

Таблица 4.2.3. Совместное распределение компаний по уровню потенциала «Масштабы производства» и отраслям экономики в 2011, 2014 и 2017 гг. (%)

Годы	Отрасли	Уровень потенциала «Масштабы производства»		
		низкий	средний	высокий
2011	Машиностроение	100,0		
	Банки и финансовые учреждения	71,4	14,3	14,3
	Нефть и нефтегазовая промышленность	88,9		11,1
	Атомная промышленность		100,0	
	Всего	86,7	6,7	6,7
2014	Машиностроение	100,0		
	Банки и финансовые учреждения	71,4	14,3	14,3
	Нефть и нефтегазовая промышленность	66,7	22,2	11,1
	Атомная промышленность		100,0	
	Всего	80,0	13,3	6,7
2017	Машиностроение	100,0		
	Банки и финансовые учреждения	71,4	14,3	14,3
	Нефть и нефтегазовая промышленность	66,7	22,2	11,1
	Атомная промышленность		100,0	
	Всего	80,0	13,3	6,7
Всего за период	Машиностроение	100,0		
	Банки и финансовые учреждения	71,4	14,3	14,3
	Нефть и нефтегазовая промышленность	74,1	14,8	11,1
	Атомная промышленность		100,0	
	Всего	82,2	11,1	6,7

приятый-аутсайдеров, в него в течение всех трех изучаемых лет входят 16 предприятий (т. е. более половины выборки), и еще 2 предприятия входят «временно», в течение 2011 г. Все эти предприятия относятся к реальному сектору экономики. Кластер средних компаний оказался и средним по количественному составу: в 2011 г. в него входило 11 предприятий, а в 2014 г. и 2017 г. – 12 компаний (только банки и нефтегазовые компании). В кластере крупных предприятий оказались только две компании – ПАО «Газпром» (в течение трех лет – 2011, 2014, 2017 гг.) и ПАО «НК «Роснефть» (в течение двух лет – 2014, 2017 гг.).

4.2.3. Масштабы производства и факторы корпоративного управления

И здесь в завершение анализа потенциала экономического роста «Масштабы производства» целесообразно, в первом приближении, количественно оценить влияние на него каждого из восьми ранее выделенных агрегированных факторов корпоративного управления. Для решения этой задачи имеет смысл воспользоваться результатами корреляционного анализа.

Расчеты показывают, что лишь два фактора корпоративного управления («структура совета директоров» и «раскрытие финансовой отчетности») статистически не связаны с экономическим потенциалом «Масштабы производства». Четыре из восьми композитных факторов корпоративного управления демонстрируют тесную связь на уровне 1%-ной значимости с данным потенциалом: «дивидендная политика» ($k = 0,577$); «качество работы органов управления» ($k = 0,461$); «политика корпоративной социальной ответственности» ($k = 0,342$); «раскрытие корпоративных документов» ($k = -0,449$). Отметим при этом, что значение коэффициента корреляции с последним композитным фактором («раскрытие корпоративных документов») имеет отрицательный знак.

Таблица 4.2.4. Статистические связи компоненты «Масштабы производства» с композитными факторами корпоративного управления

Факторы корпоративного управления	Коэффициенты парной корреляции (по Спирмену)
Дивидендная политика	0,577**
Снижение рисков нарушения прав акционеров	0,268*
Структура совета директоров	0,183
Качество работы органов управления	0,461**
Раскрытие финансовой отчетности	0,056
Раскрытие корпоративных документов	-0,449**
Политика корпоративной социальной ответственности	0,342**
Реализация проектов корпоративной социальной ответственности	0,262*

** Корреляция значима на уровне 1%; * на уровне 5% (двухсторонняя).

Это означает, что улучшение этого фактора корпоративного управления отрицательно влияет на потенциал «Масштабы производства».

Композитные факторы корпоративного управления «снижение рисков нарушения прав акционеров» и «реализация проектов корпоративной социальной ответственности» оказались связаны с потенциалом «Масштабы производства» на 5%-ном уровне (табл. 4.2.4).

Эти результаты корреляционного анализа, как и предыдущие, требуют соответствующего объяснения, которое связано с построением многофакторных статистических зависимостей (гл. 5).

4.3. Совокупный доход

Анализ результатов деятельности компаний, характеризующих доходы предприятий, предполагает рассмотрение четырех статистически наблюдаемых показателей: «величина выручки»; «процентный доход»; «доход от участия в других организациях»; «прочие доходы».

Выполненные расчеты на основе статистических данных в 2011, 2014 и 2017 гг. для выборки 30 компаний и в данном случае позволили выделить главную компоненту, которая объясняет более 64% дисперсии наблюдаемых изменений показателей и которую можно интерпретировать как потенциал «Совокупный доход» компаний. В табл. 4.3.1 приведены веса указанных показателей, определяющие этот потенциал экономического роста.

Таблица 4.3.1. **Весовая функция потенциала экономического роста «Совокупный доход»**

Показатели	Нормированные веса показателей в потенциале, %
Величина выручки	29,9
Процентный доход	23,9
Доходы от участия в других организациях	23,9
Прочие доходы	22,3

4.3.1. Объясняющая интерпретация компоненты

Из данных, приведенных в табл. 4.3.1, видно, что самый большой вес в данном экономическом потенциале вполне ожидаемо имеет показатель «величина выручки», которая является главным источником рыночных доходов предприятия. Веса следующих двух показателей — «процентный доход» и «доходы от участия в других организациях» — равны. Вес четвертого показателя — «прочие доходы», как показали расчеты, оказался немного ниже.

Иначе говоря, весовые нагрузки трех последних показателей несколько ниже веса показателя, который в наибольшей мере определяет потенциал экономического роста «Совокупный доход». Полученные результаты указывают на то обстоятельство, что анализируемая главная компонента, с одной стороны, является линейным агрегатом различных показателей дохода компаний, а с другой — демонстрирует их связанность, взаимообусловленность и однонаправленность в росте, что подтверждает вывод о том, что выделенная компонента в полной мере характеризует потенциал «Совокупный доход».

4.3.2. Кластерный анализ потенциала «Совокупный доход»

И в данном случае были выполнены расчеты, позволяющие выделить однородные группы анализируемых компаний по критерию близости значений потенциала «Совокупный доход» внутри каждой из них и существенных различий между ними. Результаты таких расчетов с использованием уже упоминавшегося метода автоматической классификации позволили выделить три группы компаний по уровню потенциала «Совокупный доход»: аутсайдеры, среднего уровня и лидеры, которые представлены в приведенной ниже таблице (табл. 4.3.2).

Данные этой таблицы свидетельствуют, что в 2011 г. лишь одно предприятие входило в число лидеров по величине потенциала «Совокупный доход» — ПАО «Газпром». При этом 36,7% предприятий попало в среднюю группу, а 60% — в группу аутсайдеров. В 2014 г. в группу лидеров вошло также ПАО «НК «Роснефть», а еще одно предприятие нефтяной промышленности — ПАО «Татнефть» — переместилось из группы аутсайде-

ров в группу средних, и по величине данного потенциала закрепились в ней до конца рассматриваемого периода. Похожие результаты получены и в разрезе отраслей (табл. 4.3.3).

Таблица 4.3.2. Компании-аутсайдеры (А), среднего уровня (С) и лидеры (Л) по уровню потенциала «Совокупный доход» в 2011, 2014 и 2017 гг.

Компании	Годы		
	2011	2014	2017
АО «Атомэнергопром»	А	А	А
АО «Объединенная судостроительная корпорация»	А	А	А
ПАО «Объединенная авиастроительная корпорация»	А	А	А
ПАО «СОЛЛЕРС»	А	А	А
ПАО «КАМАЗ»	А	А	А
ПАО «АВТОВАЗ»	А	А	А
ПАО «Звезда»	А	А	А
ПАО «Корпорация Иркут»	А	А	А
АО «Концерн Энергомера»	А	А	А
АО «ЛОМО»	А	А	А
ОАО «НГК «Славнефть»	А	А	А
ПАО «Объединенные машиностроительные заводы»	А	А	А
ПАО «ОДК Уфимское МПО»	А	А	А
ПАО «Протон ПМ»	А	А	А
ПАО «Силовые машины»	А	А	А
ПАО «НК «ЛУКОЙЛ»	А	А	А
ПАО «НОВАТЭК»	А	А	С
ПАО «Татнефть»	А	С	С
АО «ДОМ.РФ» (бывш. АО «АИЖК»)	С	С	С
АО «Россельхозбанк»	С	С	С
ОАО «Транснефть»	С	С	С
ПАО «Банк «ВТБ»	С	С	С
ПАО «Сбербанк России»	С	С	С
ПАО «Банк Санкт-Петербург»	С	С	С
ПАО Банк «Возрождение»	С	С	С
ПАО «Сургутнефтегаз»	С	С	С
ПАО «Газпром нефть»	С	С	С
ПАО «ИК РУСС ИНВЕСТ»	С	С	С
ПАО «НК «Роснефть»	С	Л	Л
ПАО «Газпром»	Л	Л	Л
Удельный вес аутсайдеров в массиве компаний, %	60,0	56,7	53,3
Удельный вес средних в массиве компаний, %	36,7	36,6	40,0
Удельный вес лидеров в массиве компаний, %	3,3	6,7	6,7

Таблица 4.3.3. Совместное распределение компаний по уровню потенциала «Совокупный доход» и отраслям экономики в 2011, 2014 и 2017 гг. (%)

Годы	Отрасли	Уровень потенциала «Совокупный доход»		
		низкий	средний	высокий
2011	Машиностроение	100,0		
	Банки и финансовые учреждения		100,0	
	Нефть и нефтегазовая промышленность	44,4	44,4	11,1
	Атомная промышленность	100,0		
	Всего	60,0	36,7	3,3
2014	Машиностроение	100,0		
	Банки и финансовые учреждения		100,0	
	Нефть и нефтегазовая промышленность	33,3	44,4	22,2
	Атомная промышленность	100,0		
	Всего	56,7	36,7	6,7
2017	Машиностроение	100,0		
	Банки и финансовые учреждения		100,0	
	Нефть и нефтегазовая промышленность	22,2	55,6	22,2
	Атомная промышленность	100,0		
	Всего	53,3	40,0	6,7
Всего за период	Машиностроение	100,0		
	Банки и финансовые учреждения		100,0	
	Нефть и нефтегазовая промышленность	33,3	48,1	18,5
	Атомная промышленность	100,0		
	Всего	56,7	37,8	5,6

Благодаря рассмотренным перемещениям группа лидеров стала составлять 6,7% от выборки, а группа предприятий среднего уровня возросла до 36,6%. Группа аутсайдеров постепенно сокращалась: в 2014 г. до 56,7 и 53,3% в 2017 г. В 2017 г. не произошло изменений по сравнению с 2014 г. Таким образом, с точки зрения потенциала «Совокупный доход», ни одна анализируемая компания, несмотря на имевшие место в 2011–2017 гг. внешние шоки, не ухудшила своего положения (табл. 4.3.2).

Результаты расчетов совместного распределения компаний по кластерам: аутсайдеры, средний уровень, лидеры, и отраслям экономики показали, что предприятия трех отраслей (атомная промышленность, машиностроение и банки) из

изучаемых четырех отраслей демонстрируют определенную устойчивость: все они, попав в одну из групп по уровню потенциала «Совокупный доход», не переходят в другие за весь анализируемый период.

Так, предприятия машиностроения и атомной промышленности остались в кластере аутсайдеров, банки и финансовые учреждения – в средней группе. Отметим также, что перемещение между группами в сторону увеличения уровня потенциала «Совокупный доход» наблюдается лишь у незначительного количества предприятий и лишь в рамках одной отрасли – нефти и нефтегазовой промышленности (табл. 4.3.3).

4.3.3. Совокупный доход и факторы корпоративного управления

В завершение анализа третьего потенциала экономического роста – компоненты «Совокупный доход» компаний, также имеет смысл количественно оценить его статистическую связь (зависимость) с каждым из восьми ранее выделенных, агрегированных факторов корпоративного управления. Для решения этой задачи можно также использовать результаты первичного статистического анализа, рассчитав соответствующие коэффициенты парной корреляции (табл. 4.3.4).

Таблица 4.3.4. Статистические связи компоненты «Совокупный доход» компаний с композитными факторами корпоративного управления

Факторы корпоративного управления	Коэффициенты парной корреляции (по Спирмену)
Дивидендная политика	0,522**
Снижение рисков нарушения прав акционеров	0,245*
Структура совета директоров	0,172
Качество работы органов управления	0,424**
Раскрытие финансовой отчетности	0,060
Раскрытие корпоративных документов	-0,408**
Политика корпоративной социальной ответственности	0,275**
Реализация проектов корпоративной социальной ответственности	0,290**

** Корреляция значима на уровне 1%; * на уровне 5% (двухсторонняя).

Расчеты коэффициента парной корреляции свидетельствуют, что лишь два фактора корпоративного управления — «структура совета директоров» и «раскрытие финансовой отчетности» — оказались статистически не связаны с потенциалом «Совокупный доход». Пять факторов корпоративного управления демонстрируют тесную связь с выделенным потенциалом (на 1%-ном уровне значимости): «дивидендная политика» ($k = 0,522$); «качество работы органов управления» ($k = 0,424$); «политика корпоративной социальной ответственности» ($k = 0,275$); «реализация проектов корпоративной социальной ответственности» ($k = 0,290$); «раскрытие корпоративных документов» ($k = 0,408$). При этом последний фактор оказывает отрицательное влияние на уровень потенциала «Совокупный доход». Еще один фактор корпоративного управления — «снижение рисков нарушения прав акционеров» — связан с потенциалом «Совокупный доход» на 5%-ном уровне статической значимости ($k = 0,245$).

4.4. Предварительные выводы

Выполненные расчеты корреляционных связей позволяют уже на данном этапе исследования сделать несколько заключений.

4.4.1. Потенциалы экономического роста

Во-первых, с большой вероятностью можно говорить об универсальном влиянии на потенциалы экономического роста такого элемента корпоративного управления, как «дивидендная политика». «Снижение рисков нарушения прав акционеров», хотя и с меньшей вероятностью, но все же влияет на потенциалы «Масштабы производства» и «Совокупный доход» компаний.

Во-вторых, также универсальным является воздействие композитного фактора «качество работы органов управления» на все потенциалы экономического роста. При этом фактор «структура совета директоров» статистически значимо влияет только на потенциал «Совокупные активы компаний». Следует особо отметить, что данный композитный фактор не

оказывает значимого влияния на такие потенциалы экономического роста, как «Масштабы производства» и «Совокупный доход» компаний, что не вполне соответствует нашим интуитивным ожиданиям.

В-третьих, фактор «раскрытие корпоративных документов» по своему спектру влияния на различные потенциалы экономического роста также является универсальным. Однако в отличие от композитных факторов «дивидендная политика» и «качество работы органов управления» его воздействие является отрицательным. Иначе говоря, повышение уровня фактора «раскрытие корпоративных документов» приводит к отрицательному эффекту – снижению значений всех анализируемых потенциалов экономического роста. Данный результат, как и отсутствие влияния фактора «раскрытие финансовой отчетности» на все потенциалы экономического роста, также требует дополнительных исследований (табл. 4.4.1).

В-четвертых, факторы «политика корпоративной социальной ответственности» и «реализация проектов корпоративной социальной ответственности» оказывают влияние практически на все потенциалы экономического роста, кроме «Совокупных активов».

Таблица 4.4.1. Коэффициенты корреляции потенциалов экономического роста с факторами корпоративного управления

Факторы корпоративного управления	Потенциалы экономического роста		
	«Совокупные активы»	«Масштабы производства»	«Совокупный доход»
Дивидендная политика	0,424**	0,577**	0,522**
Снижение рисков нарушения прав акционеров	0,504**	0,268*	0,245*
Структура совета директоров	0,580**	0,183	0,172
Качество работы органов управления	0,411**	0,461**	0,424**
Раскрытие финансовой отчетности	0,105	0,056	0,060
Раскрытие корпоративных документов	-0,410**	-0,449**	-0,408**
Политика корпоративной социальной ответственности	0,419**	0,342**	0,275**
Реализация проектов корпоративной социальной ответственности	0,189	0,262*	0,290**

** Корреляция значима на уровне 1%; * на уровне 5% (двухсторонняя).

Таблица 4.4.2. Коэффициенты корреляции показателей результатов деятельности компаний с факторами корпоративного управления

Факторы корпоративного управления	Результаты деятельности компаний					
	чистые активы	операционная прибыль	чистая прибыль	дивиденды	<i>Ebitda</i>	экономическая эффективность
Дивидендная политика	0,657**	0,510**	0,619**	0,655**	0,326**	0,583**
Снижение рисков нарушения прав акционеров	0,266*	0,226*	0,267*	0,248*	0,130	0,149
Структура совета директоров	0,208*	0,156	0,178	0,150	-0,080	0,083
Качество работы органов управления	0,321**	0,430**	0,300**	0,374**	0,205	0,438**
Раскрытие финансовой отчетности	0,102	0,204	0,168	0,246*	0,039	0,022
Раскрытие корпоративных документов	-0,352**	-0,266*	-0,200	-0,220*	-0,037	-0,247*
Политика корпоративной социальной ответственности	0,385**	0,307**	0,341**	0,418**	0,191	0,455**
Реализация проектов корпоративной социальной ответственности	0,430**	0,343**	0,396**	0,384**	0,397**	0,335**

** Корреляция значима на уровне 1%; * на уровне 5% (двухсторонняя)

4.4.2. Результаты экономической деятельности

В-пятых, универсальное и самое большое влияние на все показатели результатов деятельности компаний, причем на 1%-ном уровне значимости, оказывает фактор «дивидендная политика». Следует отметить, однако, что наименьший коэффициент корреляции демонстрирует связь данного фактора с показателем *Ebitda*. При этом другой фактор, характеризующий права акционеров – «снижение рисков нарушения прав акционеров», оказывает слабое влияние на все статистически наблюдаемые показатели и никакого статистически значимого влияния на расчетные показатели *Ebitda* и экономическая эффективность (табл. 4.4.2).

В-шестых, похожая ситуация наблюдается и в отношении факторов, характеризующих деятельность органов управления. Так, слабую, но статистически значимую связь демонстрирует

фактор «качество работы органов управления» со всеми показателями результатов деятельности компаний; исключение составляет лишь показатель *Ebitda*. Заметим также, что фактор «структура совета директоров» оказался слабо связан, да и то 5%-ном уровне, только с показателем чистых активов (табл. 4.4.2).

В-седьмых, наименее ожидаемыми стали результаты расчета парных корреляций между факторами, характеризующими раскрытие информации, и результатами экономической деятельности предприятий. Так фактор «раскрытие финансовой отчетности» оказался слабо связан лишь с показателем величины дивидендов. Но самый удивительный результат, требующий специального обсуждения, демонстрирует отрицательная связь между фактором «раскрытие корпоративных документов» и всеми результатами экономической деятельности компаний, за исключением показателей «чистая прибыль» и *Ebitda*, которые оказались статистически не связаны с ним (табл. 4.4.2).

В-восьмых, на невысокий уровень связи, хотя и при 1%-ном уровне статистической значимости, указывают коэффициенты корреляций между каждым из двух факторов корпоративной социальной ответственности компаний и результатами экономической деятельности предприятий. Обращает на себя внимание лишь одна ситуация. Как и в ряде предыдущих случаев, расчеты не выявили наличие статистически значимых связей показателя *Ebitda* с шестью из восьми факторов корпоративного управления. Лишь факторы «дивидендная политика» и «реализация проектов корпоративной социальной ответственности» оказывают свое воздействие на этот важный показатель международной отчетности (табл. 4.4.2).

Выполненные расчеты и полученные оценки влияния отдельных элементов корпоративного управления на некоторые показатели результатов деятельности компаний и потенциалы экономического роста следует считать предварительными, нуждающимися в дополнительном тестировании с использованием более сложного метода исследования, основанного на построении многомерной регрессии.

Глава 5

ОЦЕНКА ВЛИЯНИЯ ИНСТИТУТА
КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ
НА РЕЗУЛЬТАТЫ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ КОМПАНИЙ

Эмпирическая проверка зависимостей отдельных результатов деятельности компаний и потенциалов экономического роста от факторов института корпоративного управления предполагает построение соответствующей эконометрической модели, теоретическое обоснование которой представлено в гл. 1.

Речь идет о структурной регрессионной модели, отражающей установленные теоретические связи. Во-первых, это влияние факторов корпоративного управления на статистически наблюдаемые показатели результатов деятельности R_W : R_1 – «чистые активы»; R_2 – «операционная прибыль»; R_3 – «чистая прибыль»; R_4 – «дивиденды»:

$$R_W = \sum \lambda_{wj} f_j, \quad (5.1)$$

где $W \in (1, 4)$, $j \in (1, 8)$; f_j – факторы корпоративного управления: «дивидендная политика» (f_1), «снижение рисков нарушения прав акционеров» (f_2), «структура совета директоров» (f_3), «качество работы органов управления» (f_4), «раскрытие финансовой отчетности» (f_5), «раскрытие корпоративных документов» (f_6), «политика корпоративной социальной

ответственности» (f_7), «реализация проектов корпоративной социальной ответственности» (f_8); λ_{Wj} – параметры линейных зависимостей, характеризующие вклад каждого фактора корпоративного управления f_j в соответствующие результаты деятельности компаний R_W .

Во-вторых, на аналитические индикаторы успешности деятельности компаний: *EBITDA* (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*) и «экономическая эффективность» (*Economic efficiency* – *EE*):

$$EBITDA = \sum \alpha_j f_j; \quad EE = \sum \beta_j f_j, \quad (5.2)$$

где α_j и β_j – параметры линейных зависимостей, характеризующие вклад каждого фактора корпоративного управления f_j в величину аналитических показателей *EBITDA* и *EE*.

В-третьих, на агрегированные потенциалы экономического роста P_V : P_1 – «Совокупные активы»; P_2 – «Масштабы производства»; P_3 – «Совокупный доход»:

$$P_V = \sum \lambda_{Vj} f_j, \quad (5.3)$$

где $V \in [1, 3]$, λ_{Vj} – параметры линейных зависимостей, характеризующие вклад каждого фактора корпоративного управления f_j в величину соответствующего потенциала экономического роста P_V .

Параметры λ_{Wj} , α_j , β_j , λ_{Vj} эконометрической модели (5.1)–(5.3) могут быть определены на основе построения панельных регрессий с использованием первичных данных (гл. 2), композитных факторов института корпоративного управления (гл. 3) и потенциалов экономического роста (гл. 4) для рассматриваемой в настоящем исследовании выборки, включающей 30 компаний в 2011, 2014, 2017 гг.

5.1. Регрессионный анализ панельных данных

Расчеты описательной статистики свидетельствуют об однородности выборки и отсутствии мультиколлинеарности переменных f_j , за исключением двух факторов корпоративного управления: «качество работы органов управления» (f_4)

и «политика корпоративной социальной ответственности» (f_7), с коэффициентом корреляции, превышающим величину 0,5.

Кроме того, результаты первичного анализа данных подтверждают нормальное распределение факторов корпоративного управления «дивидендная политика» (f_1), «снижение рисков нарушения прав акционеров» (f_2). При этом факторы «структура совета директоров» (f_3), «качество работы органов управления» (f_4) и «реализация проектов корпоративной социальной ответственности» (f_8), распределены почти нормально — коэффициенты асимметрии и эксцесса приближены к нормальному распределению.

На основе указанных данных был проведен регрессионный анализ с использованием «Объединенной модели панельных данных» (*Pooled model*) и «Модели панельных данных с фиксированными эффектами» (*Fixed effect model*) для трех групп зависимых переменных:

- статистически наблюдаемых целевых показателей;
- аналитических индикаторов успешности компаний;
- потенциалов экономического роста.

5.1.1. Целевые показатели

Рассмотрим первую группу моделей, где в качестве зависимых переменных используются целевые показатели, отражающие результаты деятельности компаний: «чистые активы» (R_1), «операционная прибыль» (R_2), «чистая прибыль» (R_3) и «дивиденды» (R_4). Набор указанных показателей довольно часто применяется в современных исследованиях, посвященных анализу эффективности корпоративного управления¹.

Однако в данной работе изучаются зависимости результатов деятельности компаний не от изолированных измерителей корпоративного управления, а от совокупности композитных факторов — взвешенных линейных

1. Обзор соответствующих исследований представлен в гл. 1.

комбинаций показателей Базы данных РИД, характеризующих структурные элементы данного института. При этом использование объединенных панельных данных и модели с фиксированными эффектами (по годам наблюдения) позволяют обеспечить более высокое качество и содержательную трактовку построенной эконометрической модели (табл. 5.1.1–5.1.2).

Таблица 5.1.1. Коэффициенты в уравнениях регрессий (*Pooled model*) при целевых показателях деятельности компаний

Регрессоры	Чистые активы (R_1)	Операционная прибыль (R_2)	Чистая прибыль (R_3)	Дивиденды (R_4)
Константа	1,059	1,094	1,118	1,097
Дивидендная политика (f_1)	0,056***	0,060**	0,039*	0,077***
Снижение рисков нарушения прав акционеров (f_2)				
Структура совета директоров (f_3)	-0,031*			
Качество работы органов управления (f_4)		0,039*		
Раскрытие финансовой отчетности (f_5)				
Раскрытие корпоративных документов (f_6)				
Политика корпоративной социальной ответственности (f_7)			0,035*	0,047**
Реализация проектов корпоративной социальной ответственности (f_8)	0,040*		0,043**	0,057**
R^2	0,135	0,178	0,190	0,310
R^2 скорректированный	0,116	0,160	0,162	0,286
F-статистика	6,547	9,444	6,733	12,603
Вероятность (F-Statistic)	0,000	0,000	0,190	0,310
Число наблюдений	90	90	90	90

*** Значимость на уровне 1%; ** значимость на уровне 5%; * значимость на уровне 10%.

Выполненные расчеты свидетельствуют, что фактор «дивидендная политика» (f_1) оказывает влияние на все четыре

исследуемых показателя: «чистые активы» (R_1) и «дивиденды» (R_4) на 1%-ном уровне значимости, «операционная прибыль» (R_2) и «чистая прибыль» (R_3) – на 5%-ном и 10%-ном уровне значимости соответственно. При этом фактор «снижение рисков нарушения прав акционеров» (f_2) не оказывает статистически значимого воздействия ни на один из целевых показателей (табл. 5.1.1).

Также почти универсальное влияние на целевые показатели оказывает фактор «реализация проектов корпоративной социальной ответственности» (f_8). Можно утверждать, что повышение уровня данного композитного фактора корпоративного управления с большой вероятностью (95%) способствует увеличению «чистых активов» (R_1), «чистой прибыли» (R_3) и «дивидендов» (R_4) компаний. И лишь на величину «операционной прибыли» (R_2) данный фактор корпоративного управления по существу не оказывает статистически значимого влияния. Следует отметить также положительные коэффициенты в уравнениях регрессий (на 10%-ном и 5%-ном уровне значимости), указывающие на линейную зависимость величины «чистой прибыли» (R_3) и «дивидендов» (R_4) от композитного фактора «политика корпоративной социальной ответственности» (f_7).

Слабое влияние (на 10%-ном уровне значимости) демонстрируют оба фактора, характеризующие деятельность органов управления: «качестве работы органов управления» (f_4) положительно влияет только на величину «операционной прибыли», а фактор «структура совета директоров» (f_3) оказывает отрицательное воздействие также лишь на один показатель – «чистые активы» (R_1).

Особое внимание надо обратить на факторы «раскрытие финансовой отчетности» (f_5), и «раскрытие корпоративных документов» (f_6), которые не оказывают значимого влияния ни на один из рассматриваемых целевых показателей (табл. 5.1.1). С учетом этого имеет смысл перейти к следующему сюжету – расчетам панельной регрессии с фиксированными эффектами (табл. 5.1.2).

Таблица 5.1.2. Коэффициенты в уравнениях регрессий (*Pooled model*, *Fixed effect model*) при целевых показателях деятельности компаний

Репрессоры	Годы	Чистые активы (R_1)		Операционная прибыль (R_2)		Чистая прибыль (R_3)		Дивиденды (R_4)	
		<i>Fixed effect</i>	<i>Pooled model</i>	<i>Fixed effect</i>	<i>Pooled model</i>	<i>Fixed effect</i>	<i>Pooled model</i>	<i>Fixed effect</i>	<i>Pooled model</i>
Дивидендная политика (f_1)	2011			0,082**		0,066*			0,077***
	2014		0,056***		0,060**		0,039*		
	2017	0,076**		0,064*				0,124***	
Снижение рисков нарушения прав акционеров (f_2)	2011								
	2014								
	2017								
Структура совета директоров (f_3)	2011								
	2014	-0,054*							
	2017		-0,031*						
Качество работы органов управления (f_4)	2011								
	2014				0,039*				
	2017								
Раскрытие финансовой отчетности (f_5)	2011								
	2014								
	2017								
Раскрытие корпоративных документов (f_6)	2011								
	2014								
	2017								
Политика корпоративной социальной ответственности (f_7)	2011								0,047**
	2014					0,052*	0,035*	0,060*	0,083**
	2017								
Реализация проектов корпоративной социальной ответственности (f_8)	2011								0,057**
	2014	0,057*	0,040**			0,057*	0,043**		
	2017					0,066*		0,088**	

*** Значимость на уровне 1%; ** значимость на уровне 5%; * значимость на уровне 10%.

Следует отметить, что объединенные панельные данные обуславливают лишь некие усредненные коэффициенты регрессии за рассматриваемые годы. Их сопоставление с «разложенным» по годам влиянием каждого фактора, которое обеспечивает панельная регрессия с фиксированными эффектами, представлено в табл. 5.1.2.

Данные свидетельствуют, например, что фактор «дивидендная политика» в 2014 г. (в отличие от 2011 и 2017 гг.) не оказывал никакого влияния на все рассматриваемые целевые показатели. Причем только в 2014 г. фактор «структура совета директоров» отрицательно воздействовал на показатель «чистые активы». Вполне реалистичным кажется объяснение, согласно которому неблагоприятные условия экономической деятельности в 2014 г., вызванные известными геополитическими причинами, обусловили результаты, не только выявленные панельной регрессией с фиксированными эффектами, но и за весь период 2011–2017 гг.

В определенном смысле соответствует этому объяснению положительное и статистически значимое влияние факторов «политика корпоративной социальной ответственности» и «реализация проектов корпоративной социальной ответственности» на целевые показатели «чистой прибыли» и «дивидендов» именно в 2014 г. и частично в 2017 г. Можно сделать общее предположение, что компании с высоким уровнем корпоративной социальной ответственности, вероятно, обладают большим запасом прочности для существования в сложных условиях.

Приведенные в табл. 5.1.2 результаты расчетов коэффициентов регрессии, полученные на основе модели панельных данных с фиксированным эффектами, позволяют уже в явном виде выписать соответствующие уравнения для каждого из четырех целевых показателей в каждом из рассматриваемых годов в анализируемой выборке (табл. 5.1.3).

Таблица 5.1.3. Уравнения регрессий результатов деятельности компаний

Целевые показатели	2011	2014	2017
R_1		$1,06 - 0,05 f_3 + 0,06 f_8$	$1,06 + 0,08 f_1$
R_2	$1,09 + 0,08 f_1$	$1,09 - 0,06 f_3 + 0,07 f_8$	$1,09 + 0,06 f_1$
R_3	$1,13 + 0,07 f_1$	$1,12 + 0,05 f_7 + 0,06 f_8$	$1,12 + 0,07 f_8$
R_4		$1,10 + 0,060 f_7$	$1,10 + 0,12 f_1 + 0,08 f_7 + 0,09 f_8$
За весь период 2011–2017			
R_1		$1,06 + 0,06 f_1 - 0,03 f_3 + 0,04 f_8$	
R_2		$1,09 + 0,06 f_1 - 0,04 f_4 +$	
R_3		$1,12 + 0,04 f_1 + 0,04 f_7 + 0,04 f_8$	
R_4		$1,10 + 0,08 f_1 + 0,05 f_7 + 0,07 f_8$	

Примечание: R_W – целевые показатели деятельности компаний: «чистые активы» (R_1), «операционная прибыль» (R_2), «чистая прибыль» (R_3), «дивиденды» (R_4); f_j – факторы корпоративного управления: «дивидендная политика» (f_1), «структура совета директоров» (f_3), «качество работы органов управления» (f_4), «политики корпоративной социальной ответственности» (f_7), «реализация проектов корпоративной социальной ответственности» (f_8).

5.1.2. Аналитические индикаторы

Вторую группу моделей представляют две зависимые переменные, в качестве которых используются аналитические индикаторы *EBITDA* и «экономическая эффективность» (*EE*), характеризующие успешность деятельности компаний, а также рассмотренные ранее восемь регрессоров – композитные факторы корпоративного управления. Все расчеты проведены для выборки 30 компаний в 2011, 2014, 2017 гг. и представлены в табл. 5.1.4 и 5.1.5.

Расчеты свидетельствуют, что фактор «дивидендная политика» компаний влияет на оба аналитических индикатора: *EBITDA* и «экономическая эффективность» (*EE*) на 5%-ном и 1%-ном уровне значимости соответственно. При этом фактор «снижение рисков нарушения прав акционеров» не оказывает статистически значимого влияния ни на один из указанных индикаторов, а фактор «структура совета директоров» демонстрирует отрицательное воздействие на показатель *EBITDA*, причем на 1%-ном уровне значимости (табл. 5.1.4).

Таблица 5.1.4. Коэффициенты в уравнениях регрессий (*Pooled model*) при аналитических индикаторах деятельности компаний

Регрессоры	EBITDA	Экономическая эффективность (EE)
Константа	1,119	1,163
Дивидендная политика (f_1)	0,051**	0,056***
Снижение рисков нарушения прав акционеров (f_2)		
Структура совета директоров (f_3)	-0,052***	
Качество работы органов управления (f_4)		
Раскрытие финансовой отчетности (f_5)		
Раскрытие корпоративных документов (f_6)		
Политика корпоративной социальной ответственности (f_7)	0,049**	
Реализация проектов корпоративной социальной ответственности (f_8)	0,059***	0,033*
R^2	0,277	0,170
R^2 скорректированный	0,243	0,151
F-статистика	8,146	8,928
Вероятность (F-Statistic)	0,000	0,000
Число наблюдений	90	90

*** Значимость на уровне 1%; ** значимость на уровне 5%; * значимость на уровне 10%.

Положительное влияние на индикатор EBITDA, как свидетельствует регрессионный анализ, демонстрируют еще два фактора корпоративного управления: «политика корпоративной социальной ответственности» – на 5%-ном уровне статистической значимости, и «реализация проектов корпоративной социальной ответственности» – на 1%-ном уровне значимости. Этот же фактор на 10%-ном уровне значимости оказывает воздействие и на величину второго индикатора успешности компаний – «экономическую эффективность» (табл. 5.1.4).

Как и в предыдущем пункте, следует отметить, что ни один из факторов корпоративного управления, характеризующих направление деятельности компаний, связанное с рас-

крытием информации, не оказывает статистически значимого влияния на показатели успешности компаний: *EBITDA* и «экономическая эффективность». Такой результат, очевидно, требует соответствующего комментария, как и отсутствие влияния на эти показатели еще двух композитных факторов — «снижение рисков нарушения прав акционеров» и «качество работы органов управления».

С учетом указанных обстоятельств целесообразно перейти к анализу панельной регрессии с фиксированными эффектами, обеспечив тем самым «разложение» средних коэффициентов регрессии по отдельным годам наблюдений для исследуемой выборки компаний (табл. 5.1.5).

Сопоставление коэффициентов регрессии объединенных панельных данных и модели с фиксированными эффектами позволяет увидеть из чего складываются средние коэффициенты регрессии в Pooled model и оценить степень влияния различных элементов корпоративного управления на индикаторы успешности компаний отдельно в каждом рассматриваемом году.

Выполненные расчеты показали, что композитный фактор «дивидендная политика» оказывал свое воздействие на индикатор «экономическая эффективность» компаний в каждом анализируемом году: в 2011 г. — на 1%-ном уровне, в 2014 и 2017 гг. — на 10%-ном уровне статистической значимости. При этом статистически значимое влияние данного фактора на показатель *EBITDA* было зафиксировано лишь в 2017 г. (табл. 5.1.5).

Следует особо отметить отрицательный характер влияния фактора «структура совета директоров» на аналитический индикатор *EBITDA*, характеризующий меру успешности компаний. Этот явно нетривиальный результат нуждается в соответствующем комментарии и, также как в ряде других случаев неожиданных результатов, будет рассмотрен позже.

Композитные факторы, характеризующие корпоративную социальную ответственность компаний, как показали расчеты, оказывали свое влияние на индикатор *EBITDA*: «поли-

тика корпоративной социальной ответственности» только в 2017 г. и на 10%-ном уровне статистической значимости, а «реализация проектов корпоративной социальной ответственности» лишь в 2014 г. – на 5%-ном уровне значимости.

Таблица 5.1.5. Коэффициенты в уравнениях регрессий (*Pooled model*, *Fixed effect model*) при аналитических показателях деятельности компаний

Регрессоры	Годы	EBITDA		Экономическая эффективность (EE)	
		<i>Fixed effect</i>	<i>Pooled model</i>	<i>Fixed effect</i>	<i>Pooled model</i>
Дивидендная политика (f_1)	2011		0,051**	0,071**	0,056***
	2014			0,072*	
	2017	0,081**		0,054*	
Снижение рисков нарушения прав акционеров (f_2)	2011				
	2014				
	2017				
Структура совета директоров (f_3)	2011	- 0,051*	- 0,052***		
	2014	- 0,081**			
	2017				
Качество работы органов управления (f_4)	2011				
	2014				
	2017				
Раскрытие финансовой отчетности (f_5)	2011				
	2014				
	2017				
Раскрытие корпоративных документов (f_6)	2011				
	2014				
	2017				
Политика корпоративной социальной ответственности (f_7)	2011		0,049**		
	2014				
	2017	0,066*			
Реализация проектов корпоративной социальной ответственности (f_8)	2011		0,059***		0,033*
	2014	0,092**			
	2017				

*** Значимость на уровне 1%; ** значимость на уровне 5%; * значимость на уровне 10%.

Полученные результаты расчетов (табл. 5.1.5), как и в предыдущем пункте, позволяют выписать соответствующие уравнения для каждого из двух индикаторов успешности компаний в каждом из рассматриваемых годов анализируемой выборки (табл. 5.1.6).

Таблица 5.1.6. Уравнения регрессий аналитических индикаторов успешности компаний

Аналитические индикаторы	2011	2014	2017
EBITDA	$1,12 - 0,05f_3$	$1,12 - 0,81f_1 + 0,92f_8$	$1,12 + 0,08f_1 + 0,07f_7$
Экономическая эффективность EE	$1,16 + 0,71f_1$	$1,16 + 0,07f_1$	$1,16 + 0,54f_1$
За весь период 2011–2017			
EBITDA	$1,12 + 0,05f_1 - 0,05f_3 + 0,05f_7 + 0,06f_8$		
Экономическая эффективность EE	$1,16 + 0,06f_1 + 0,03f_8$		

Примечание: индикаторы успешности компаний EBITDA и «экономическая эффективность» (EE); f_j – факторы корпоративного управления: «дивидендная политика» (f_1), «структура совета директоров» (f_3), «политика корпоративной социальной ответственности» (f_7), «реализация проектов корпоративной социальной ответственности» (f_8).

5.1.3. Потенциалы экономического роста

Последнюю группу моделей представляют три потенциала экономического роста, в качестве которых используются композитные факторы: P_1 – «Совокупные активы»; P_2 – «Масштабы производства»; P_3 – «Совокупный доход». Приведенные в предыдущей главе коэффициенты корреляции указанных потенциалов с факторами корпоративного управления свидетельствуют о наличии статистических связей отдельных элементов этого института с потенциалами экономического роста (табл. 4.4.1). Однако результаты корреляционного анализа следует рассматривать только как предварительные, требующие корректировки на основе построения многофакторных регрессионных моделей. Результаты соответствующих расчетов для той же выборки компаний представлены в табл. 5.1.7 и 5.1.8.

Таблица 5.1.7. Коэффициенты регрессий (*Pooled model*) в уравнениях потенциалов экономического роста

Регрессоры	Совокупные активы (P_1)	Масштабы производства (P_2)	Совокупный доход (P_3)
Константа	1,091	1,095	1,103
Дивидендная политика (f_1)	0,110 ***	0,081 ***	0,085 ***
Снижение рисков нарушения прав акционеров (f_2)	0,049 **	0,06 ***	0,064 ***
Структура совета директоров (f_3)	-0,060 ***	-0,037 *	- 0,039 *
Качество работы органов управления (f_4)			
Раскрытие финансовой отчетности (f_5)			
Раскрытие корпоративных документов (f_6)			
Политика корпоративной социальной ответственности (f_7)			
Реализация проектов корпоративной социальной ответственности (f_8)			
R^2	0,253	0,214	0,208
R^2 скорректированный	0,227	0,187	0,180
F-статистика	9,728	7,824	7,531
Вероятность (<i>F-Statistic</i>)	0,0000	0,000	0,000
Число наблюдений	90	90	90

*** Значимость на уровне 1%; ** значимость на уровне 5%; * значимость на уровне 10%.

Расчеты свидетельствуют, что на величину потенциалов экономического роста – «Совокупные активы» (P_1), «Масштабы производства» (P_2) и «Совокупный доход» (P_3), представляющих собой линейные агрегаты наблюдаемых показателей, характеризующих экономические результаты деятельности компаний, статистически значимое влияние оказывают только три из восьми факторов института корпоративного управления.

Речь идет о двух композитных факторах, характеризующих важнейший структурный элемент института корпоративного управления – «права акционеров»: «дивидендная политика», который на 1%-ном уровне значимости оказывает положительное влияние на все три потенциала экономиче-

ского роста; «снижение рисков нарушения прав акционеров», который на 5%-ном уровне значимости положительно влияет на потенциал «Совокупные активы» и на 1%-ном уровне – на «Масштабы производства» и «Совокупный доход» (табл. 5.1.7).

При этом третий фактор института корпоративного управления, представляющий один из элементов деятельности органов управления и контроля – «структура совета директоров», как свидетельствуют расчеты, оказывает отрицательное влияние на все три потенциала экономического роста: на «Совокупный доход» – на 1%-ном уровне статистической значимости, на «Совокупные активы» и «Масштабы производства» – на 10%-ном уровне. Не слишком ожидаемыми можно назвать результаты объединенной панельной регрессии в отношении и других пяти факторов института корпоративного управления. Речь идет об отсутствии статистически значимого влияния на потенциалы экономического роста факторов «качество работы органов управления», «раскрытие финансовой отчетности» и «раскрытие корпоративных документов», а также «политика корпоративной социальной ответственности». С учетом этого перейдем к рассмотрению результатов расчетов модели панельной регрессии с фиксированными эффектами (табл. 5.1.8).

Расчеты показывают, что в отношении указанных выше пяти факторов института корпоративного управления ничего не изменилось. В модели панельной регрессии с фиксированными эффектами они также демонстрируют отсутствие статистически значимых связей со всеми потенциалами экономического роста (табл. 5.1.8). Несколько по-иному выглядит ситуация с тремя другими факторами института корпоративного управления – «дивидендная политика», «снижение рисков нарушения прав акционеров» и «структура совета директоров», которые в разные годы анализируемого периода оказывают воздействие на все потенциалы экономического роста.

Таблица 5.1.8. Коэффициенты регрессий (*Pooled model*, *Fixed effect model*) в уравнениях потенциалов экономического роста

Регрессоры	Годы	Совокупные активы (P_1)		Масштабы производства (P_2)		Совокупный доход (P_3)	
		<i>Fixed effect</i>	<i>Pooled model</i>	<i>Fixed effect</i>	<i>Pooled model</i>	<i>Fixed effect</i>	<i>Pooled model</i>
Дивидендная политика (f_1)	2011	0,091**	0,110***		0,081***		0,085***
	2014	0,135***		0,083*		0,094**	
	2017	0,129***		0,109***		0,110***	
Снижение рисков нарушения прав акционеров (f_2)	2011		0,049**		0,06***		0,064***
	2014			0,069**		0,076**	
	2017			0,062*			
Структура совета директоров (f_3)	2011	-0,056*	-0,060***		-0,037*		-0,039***
	2014	-0,075**					
	2017						
Качество работы органов управления (f_4)	2011						
	2014						
	2017						
Раскрытие финансовой отчетности (f_5)	2011						
	2014						
	2017						
Раскрытие корпоративных документов (f_6)	2011						
	2014						
	2017						
Политика корпоративной социальной ответственности (f_7)	2011						
	2014						
	2017						
Реализация проектов корпоративной социальной ответственности (f_8)	2011						
	2014						
	2017						

*** Значимость на уровне 1%; ** значимость на уровне 5%; * значимость на уровне 10%.

Так, на потенциал «Совокупные активы» положительно влияют: факторы «дивидендная политика» — на 5%-ном уровне значимости в 2011 г., на 1%-ном уровне — в 2014 и 2017 гг.; «снижение рисков нарушения прав акционеров» — на 5%-ном уровне значимости только в целом за весь период наблюдений; «структура совета директоров» — на 10%-ном уровне значимости в 2011 г. и на 5%-ном уровне в 2014 г. Следует также отметить, что этот фактор корпоративного управления, характеризующий одну из сторон деятельность органов управления и контроля, оказывает негативное влияние на все потенциалы экономического роста и в объединенной панельной модели, и в модели с фиксированными эффектами (табл. 5.1.8).

При этом на потенциал экономического роста «Масштабы производства», согласно панельной модели с фиксированным эффектами, влияют только два фактора института корпоративного управления: «дивидендная политика» — на 10%-ном уровне значимости в 2014 г. и на 1%-ном уровне в 2017 г., а также «снижение рисков нарушения прав акционеров» — на 5%-ном уровне значимости в 2014 г. и на 10%-ном уровне в 2017 г. (табл. 5.1.8).

Наименьшее влияние из всего набора факторов института корпоративного управления испытывает потенциал экономического роста «Совокупный доход». Как показали расчеты, на величину этого потенциала оказывают положительное влияние факторы «дивидендная политика» (в 2014 г. — на 5%-ном уровне, в 2017 г. — на 1%-ном уровне значимости) и «снижение рисков нарушения прав акционеров» (в 2014 г. на 5%-ном уровне значимости).

Приведенные в табл. 5.1.8 результаты расчетов коэффициентов панельной регрессии с фиксированными эффектами позволяют в явном виде выписать соответствующие уравнения для каждого из трех потенциалов экономического роста в каждом из рассматриваемых годов в анализируемой выборке (табл. 5.1.9).

Таблица 5.1.9. Уравнения регрессий потенциалов экономического роста

Потенциалы экономического роста	2011	2014	2017
P_1	$1,09 + 0,09f_1 - 0,06f_3$	$1,09 + 0,14f_1 - 0,08f_3$	$1,09 + 0,13f_1$
P_2		$1,10 + 0,08f_1 + 0,07f_2$	$1,10 + 0,11f_1 + 0,06f_2$
P_3		$1,10 + 0,09f_1 + 0,08f_2$	$1,10 + 0,10f_1$
	За весь период 2011–2017		
P_1	$1,09 + 0,11f_1 + 0,05f_2 - 0,06f_3$		
P_2	$1,10 + 0,08f_1 + 0,06f_2 - 0,04f_3$		
P_3	$1,10 + 0,09f_1 + 0,06f_2 - 0,04f_3$		

Примечание: P_1 – «Совокупные активы», P_2 – «Масштабы производства», P_3 – «Совокупный доход»; f_j – факторы корпоративного управления: f_1 – «дивидендная политика», f_2 – «снижение рисков нарушения прав акционеров», f_3 – «структура совета директоров».

5.2. Регрессионные уравнения

Для содержательной интерпретации построенных регрессионных уравнений с использованием объединенной модели панельных данных (табл. 5.1.3, 5.1.6, 5.1.9) надо попытаться выяснить справедливость исходной гипотезы о прямой зависимости рассматриваемых целевых показателей, аналитических индикаторов и потенциалов экономического роста от факторов института корпоративного управления. Для этого имеет смысл построенные зависимости подвергнуть тестированию по Грэнджеру.

5.2.1. Причинно-следственные связи

Выполненные расчеты свидетельствуют о прямой зависимости целевых показателей «чистые активы» (R_1) и «чистая прибыль» (R_3) компаний от факторов корпоративного управления «дивидендная политика» (f_1) и «качество работы органов управления» (f_4). Выполненный тест подтверждает также прямую зависимость целевого показателя «дивиденды» от факторов корпоративного управления, «структура совета

директоров» (f_3) и «политика корпоративной социальной ответственности» (f_7).

Отметим, что при изучении статистических связей целевого показателя «дивиденды» (R_4) наблюдается «обратная причинность»: он оказывает прямое влияние на фактор корпоративного управления «качество работы органов управления» (f_4). Тест Грэнджера подтвердил также прямую зависимость аналитических индикаторов *EBITDA* и «Экономическая эффективность» (EE) от двух факторов корпоративного управления: «дивидендная политика» (f_1) и «политика корпоративной социальной ответственности» (f_7).

Кроме того, расчеты подтвердили наличие прямого влияния на индикаторы *EBITDA* и «Экономическая эффективность» (EE) факторов «раскрытие корпоративных документов» (f_6) и «качество работы органов управления» (f_4) соответственно (табл. 5.2.1).

Таблица 5.2.1. Коэффициенты уравнений объединенной панельной регрессии и результаты теста Грэнджера

Факторы КУ	R_1	R_2	R_3	R_4	<i>EBITDA</i>	<i>EE</i>	P_1	P_2	P_3
f_1	0,056*** (+)	0,060**	0,039* (+)	0,077***	0,051** (+)	0,056*** (+)	0,110***	0,081*** (+)	0,085***
f_2							0,049***	0,060***	0,064**
f_3	-0,031*			(+)	-0,052***		-0,060* (+)	-0,037*	-0,039***
f_4	(+)	0,039*	(+)	(-)		(+)		(-)	
f_5									
f_6					(+)				(+)
f_7	(+)		0,035* (+)	0,047** (+)	0,049** (+)	(+)		(+)	(+)
f_8	0,040**		0,043**	0,057**	0,059***	0,033*			

(+) – подтверждена зависимость целевых показателей от соответствующих факторов КУ; (-) – установлена обратная зависимость целевых показателей от соответствующих факторов КУ (тест Грэнджера); *** значимость на уровне 1%; ** значимость на уровне 5%; * значимость на уровне 10% (двухсторонняя).

Тестирование по Грэнджеру зависимостей потенциалов экономического роста от факторов института корпоративного управления дает основание для нескольких выводов. Во-первых, расчеты свидетельствуют о прямом влиянии на потенциал «Совокупные активы» компаний композитного фактора «структура совета директоров» (f_3). Во-вторых, на экономический потенциал «Масштабы производства» компаний оказывают положительное влияние факторы корпоративного управления «дивидендная политика» (f_1) и «политика корпоративной социальной ответственности» (f_7). В-третьих, на потенциал «Совокупный доход» компаний прямое положительное влияние оказывают факторы корпоративного управления «раскрытие корпоративных документов» (f_6) и «политика корпоративной социальной ответственности» (f_7). В-четвертых, обратная причинность наблюдается в отношении фактора корпоративного управления «качество работы органов управления» (f_4), на который прямое воздействие оказывают целевой показатель «дивиденды» (R_4) и потенциал экономического роста «Масштабы производства» (P_2).

Тестирование взаимосвязей целевых показателей, аналитических индикаторов и потенциалов экономического роста с факторами института корпоративного управления позволило обнаружить весьма любопытное статистическое явление. Выяснилось, что, согласно тесту Грэнджера, установлена прямая зависимость ряда целевых показателей, аналитических индикаторов и экономических потенциалов от соответствующих факторов корпоративного управления. При этом регрессионный анализ свидетельствует об отсутствии между ними статистически значимых связей. Речь идет о прямом влиянии фактора «структура совета директоров» (f_3) на целевой показатель «дивиденды» (R_4) и фактора «качество работы органов управления» (f_4) на все целевые показатели, аналитические индикаторы и экономические потенциалы за исключением показателей «операционная прибыль» (R_2), «дивиденды» (R_4), индикатора *EBITDA* и потенциала «Масштабы производства» (P_2).

Тот же эффект наблюдается при рассмотрении фактора «раскрытие корпоративных документов» (f_6) и его прямого влияния на аналитический показатель *EBITDA* и потенциал экономического роста «Совокупный доход» (P_3). Расчеты также показали, что воздействие на самое большое число (семь из девяти) целевых показателей, аналитических индикаторов и потенциалов экономического роста демонстрирует фактор «политика корпоративной социальной ответственности» (f_7). Однако в четырех из этих семи случаев данная связь не получила соответствующего подтверждения в статистически значимых коэффициентах уравнений регрессии (табл. 5.2.1).

5.2.2. Лагированные регрессионные зависимости

При сопоставлении результатов регрессионного анализа панельных данных и теста на причинность Грэнджера были обнаружены определенные несоответствия. Влияние ряда независимых факторов института корпоративного управления на зависимые (по Грэнджеру) целевые показатели и аналитические индикаторы деятельности компаний, а также потенциалы экономического роста в анализируемых эконометрических моделях оказалось статистически незначимым.

При этом содержание исследуемых независимых и зависимых переменных, как и сама процедура теста Грэнджера, позволяет предположить наличие некоторых скрытых взаимосвязей, проявляющихся с определенным временным лагом, и которые, по-видимому, способны объяснить возникшие несоответствия. С учетом этого и в этой оптике имеет смысл рассмотреть парные регрессии с временным лагом, причем для тех случаев, когда тест Грэнджера показал «прямое влияние» независимых переменных на зависимые². Для удобства изложения выделим три группы зависимостей, выявленных на основе регрессионного анализа и теста причинности по Грэнджеру:

-
2. Случаи «обратного влияния» переменных – объясняемых на объясняющие, требуют построения регрессий с «обратным» лагированием данных, что выходит за рамки задач данного этапа исследования.

1) установленные на основе регрессионного анализа прямые зависимости целевых показателей, аналитических индикаторов и потенциалов экономического роста от факторов института корпоративного управления, получившие подтверждение в тесте Грэнджера;

2) выявленные на основе теста Грэнджера прямые зависимости целевых показателей, аналитических индикаторов и потенциалов экономического роста от факторов института корпоративного управления, получившие подтверждение на основе регрессионного анализа панельных данных с учетом временных лагов;

3) установленные на основе теста Грэнджера обратные зависимости отдельных факторов института корпоративного управления от ряда целевых показателей, аналитических индикаторов и потенциалов экономического роста.

В табл. 5.2.2 приведены результаты указанных сопоставлений результатов расчетов регрессионного анализа и тестирования полученных зависимостей по Грэнджеру.

Таблица 5.2.2. Сопоставление результатов теста Грэнджера с зависимостями лагированной модели объединенной панельной регрессии

Факторы корпоративного управления (регрессоры)	Зависимые переменные							
	R_1	R_3	R_4	$EBITDA$	EE	P_1	P_2	P_3
f_1	1	1	1	1	1		1	
f_3						1		
f_4		2	3		2		3	
f_7		1	1	1	2		2	2

Примечание: указанные в клетках таблицы номера (1, 2, 3) соответствуют номерам приведенных выше групп анализируемых зависимостей. «Пустые» клетки таблицы отражают невыявленную в процессе тестирования причинность по Грэнджеру.

5.3. Обсуждение полученных результатов

Многомерный статический анализ (объединенная панельная регрессия и модель с фиксированными эффектами, лагированная панельная регрессия), дополненный тестированием по Грэнджеру парных зависимостей целевых показателей

деятельности предприятий R_{W} , аналитических индикаторов их успешности ($EBITDA$, EE) и потенциалов экономического роста (P_V) от композитных факторов корпоративного управления (f_j), позволил сформулировать для рассматриваемой выборки ряд выводов в отношении влияния института корпоративного управления на результаты деятельности компаний. При этом указанные выводы можно разделить на две группы:

- *адекватность* полученных результатов общепринятым представлениям о влиянии института корпоративного управления на работу компаний;
- *отклонение* от ожидаемого воздействия на экономические результаты компаний отдельных факторов корпоративного управления.

5.3.1. Теоретические ожидания

Если говорить об ожидаемых итогах эмпирического исследования, то, наверное, вполне оправданной выглядит естественная гипотеза, что введение в практику и развитие института корпоративного управления должно при прочих равных условиях обеспечивать более высокие результаты экономической деятельности корпораций. Абстрагируясь пока от внешних условий деятельности компаний (речь идет о геополитической ситуации 2014 года), нетрудно заметить, что влияние ряда факторов на экономические результаты анализируемых предприятий нашло адекватное отражение в построенных регрессионных уравнениях.

Во-первых, расчеты свидетельствуют, что фактор «дивидендная политика» (f_1) оказывает *положительное влияние* на все анализируемые целевые показатели, аналитические индикаторы и потенциалы экономического роста. Причем с наибольшей вероятностью (на 1%-ном уровне значимости) это относится к зависимым переменным «совокупные активы» (R_1), «дивиденды» (R_4), «экономическая эффективность» (EE) и, главное, ко всем потенциалам экономического роста — «Совокупные активы» (P_1), «Масштабы производства» (P_2) и «Совокупный доход» (P_3) компаний. Выполненные расчеты

полностью подтвердили справедливость основной гипотезы и ожидаемый позитивный вклад фактора Дивидендной политики в экономический рост на микро- и макроуровне.

Следует отметить, что использование панельной регрессии с фиксированными эффектами позволило увидеть то, что скрыто за «вуалью усредненных» коэффициентов регрессии объединенной модели панельных данных. Так, расчеты показали, что, по-видимому, из-за геополитической ситуации 2014 г. в том году произошло «обнуление» вкладов фактора «дивидендная политика» (f_1) в показатели «чистые активы» (R_1), «операционная прибыль» (R_2), «чистая прибыль» (R_3), «дивиденды» (R_4) (табл. 5.1.2) и *EBITDA* (табл. 5.1.5). При этом вклад «дивидендной политики» (f_1) в индикатор «экономическая эффективность» (*EE*) (табл. 5.1.5) и потенциалы (P_1 ; P_2 ; P_3) (табл. 5.1.8) оказался устойчивым к изменившейся геополитической ситуации и сохранил свое значимое влияние на указанные измерители экономического роста.

Во-вторых, *положительный вклад* в экономические результаты деятельности компаний вносит также еще один фактор, характеризующий важнейший элемент института корпоративного управления — «права акционеров». Речь идет о факторе «снижение рисков нарушения прав акционеров» (f_2), который на 1%-ном уровне значимости оказывает положительное влияние на потенциал «Масштабы производства» (P_2), а также на 5%-ном уровне — на потенциалы «Совокупные активы» (P_1) и «Совокупный доход» (P_3). Однако в отличие от «дивидендной политики» (f_1) данный фактор института корпоративного управления не оказывает значимого влияния на целевые показатели и аналитические индикаторы экономической деятельности компаний.

При этом использование модели панельных данных с фиксированными эффектами, обеспечившей «разложение» по временной шкале средних коэффициентов регрессии, практически не изменило оценок, полученных в объединенной панельной модели. Исключение составил лишь один потенциал экономического роста — «Совокупные активы компаний» (P_1).

Как показали расчеты, вклад фактора корпоративного управления «снижение рисков нарушения прав акционеров» (f_2) в этот экономический потенциал был полностью утрачен в том же 2014 г. Возможно, причиной этого стали те же самые геополитические обстоятельства (табл. 5.1.8).

В-третьих, почти одинаковое *положительное влияние* на все целевые показатели и индикаторы успешности компаний, за исключением показателя «операционная прибыль» (R_2) оказывает фактор «реализация проектов корпоративной социальной ответственности» (f_8). Отличается оно лишь статистической значимостью коэффициентов регрессии: с наибольшей вероятностью (на 1%-ном уровне значимости) это относится к индикатору *ЕБИТДА* и с наименьшей (на 10%-ном уровне значимости) – к индикатору «экономическая эффективность» (*ЕЕ*). Требуется определенных объяснений, почему данный фактор корпоративного управления (f_8) не оказывает значимого влияния не только на показатель «операционная прибыль» (R_2), но, главное, и на все потенциалы экономического роста – «Совокупные активы» (P_1), «Масштабы производства» (P_2) и «Совокупный доход» (P_3).

Обращение к модели панельных данных с фиксированными эффектами позволило дополнительно установить утрату в 2014 г. влияния фактора «реализация проектов корпоративной социальной ответственности» (f_8) на целевой показатель «дивиденды» (R_4) и индикатор успешности компаний «экономическая эффективность» (*ЕЕ*). Объяснение этого эффекта, как и раньше, связано, по-видимому, с внешними причинами (табл. 5.1.2).

В-четвертых, также *положительное влияние* на результаты экономической деятельности компаний оказывает «Политика корпоративной социальной ответственности» (f_7). И в некотором смысле воздействие данного фактора института корпоративного управления является дополняющим по отношению к уже рассмотренному фактору «снижение рисков нарушения прав акционеров» (f_2). Так, если последний вносит свой вклад исключительно в величину потенциалов экономического

роста – «Совокупные активы» (P_1), «Масштабы производства» (P_2) и «Совокупный доход» (P_3), и не оказывает статистически значимого влияния на целевые показатели и индикаторы успешности деятельности компаний, то, как показывают расчеты, в отношении «политики корпоративной социальной ответственности» (f_7) наблюдается противоположная картина. Вклад этого фактора института корпоративного управления проявляется в положительной динамике показателей «чистая прибыль» (R_3), «дивиденды» (R_4) и *EBITDA*.

Следует отметить, что и в данном случае расчеты с использованием модели панельных данных с фиксированными эффектами позволили увидеть то, что было скрыто за «вуалью усредненных» коэффициентов регрессии в объединенной модели панельных данных. Речь идет об эффекте обнуления в 2014 г. вклада фактора «политика корпоративной социальной ответственности» (f_7) в величину индикатора успешности компаний *EBITDA*. Таким образом, в 2014 г. влияние анализируемого фактора «политика корпоративной социальной ответственности» (f_7) сохранилось только в отношении целевых показателей «чистая прибыль» (R_3) и «дивиденды» (R_4).

5.3.2. О неподтвержденной гипотезе

Теперь поговорим об элементах института корпоративного управления, измеренное влияние которых на результаты экономической деятельности компаний оказалось не соответствующим рациональным ожиданиям. Речь идет о ряде факторов, в отношении которых сформулированная выше «естественная гипотеза» не получила эмпирического подтверждения. Выполненные расчеты свидетельствуют, в частности, что развитие института корпоративного управления и повышение качества его отдельных элементов, даже при прочих равных условиях, не всегда обеспечивали более высокие результаты экономической деятельности корпораций.

Во-первых, обращает на себя внимание *отсутствие влияния* на результаты экономической деятельности компаний такого важного элемента института корпоративного управле-

ния, как раскрытие информации. Факторы «раскрытие финансовой отчетности» (f_5) и «раскрытие корпоративных документов» (f_6), как свидетельствуют расчеты, не оказывают статистически значимого воздействия на все целевые показатели, аналитические индикаторы экономической деятельности компаний и потенциалы экономического роста. Заметим также, что этот вывод оказался справедливым и для объединенной панели данных, и для модели с фиксированными эффектами.

И в том, и в другом случае мы встречаемся с ситуацией, когда, казалось бы, очевидные выгоды раскрытия информации для всех участников рыночных отношений не приводят к экономически благоприятным последствиям. И как свидетельствуют расчеты, внешние обстоятельства особой роли здесь не играют. Объяснение полученных результатов надо искать, по-видимому, в самом институте корпоративного управления, в субъектах, связанных с деятельностью компаний и их заинтересованностью в подобной информации, в степени согласованности данного института с действующими нормами и правилами общей институциональной среды и системой государственно регулирования.

Во-вторых, более всего *не соответствуют* рациональным ожиданиям полученные оценки влияния на микро- и макропоказатели экономического роста факторов института корпоративного управления – «структура совета директоров» (f_3) и «качество работы органов управления» (f_4). Так, результаты регрессионного анализа свидетельствуют, что фактор «структура совета директоров» (f_3) оказывает *отрицательное* воздействие на 1%-ном уровне значимости на индикатор успешности компаний *ЕБИТДА* и потенциал экономического роста «Совокупный доход» (P_3); на 10%-ном уровне значимости – на целевой показатель «чистые активы» (R_1) и потенциалы экономического роста «Совокупные активы» (P_1) и «Масштабы производства» (P_2)³.

3. Следует отметить, что очень близкий результат, указывающий на отрицательное влияние структуры совета директоров и его работы на экономические результаты деятельности компаний, был получен в уже упоминавшемся исследовании (Дуляк, 2015).

Судя по всему, отрицательные оценки вклада этого фактора института корпоративного управления, полученные на основе обработки большого массива исходных данных, свидетельствуют о том, что создание ключевых комитетов совета директоров компаний и их текущая деятельность не обеспечили ожидаемых экономических выгод и привели к негативным последствиям практически по всему спектру показателей деятельности компаний. Следует отметить также, что данный вердикт относится не только к оценкам результатов деятельности компаний на основе объединенной панельной модели, но и к использованию в расчетах панельной регрессии с фиксированными эффектами. Единственным отличием является обнуление в 2014 г. отрицательного вклада фактора «структура совета директоров» (f_3) в потенциала экономического роста «Совокупные активы» (P_1) и «Масштабы производства» (P_2).

В-третьих, к этой же группе результатов с *неподтвержденной гипотезой* о положительном влиянии на деятельность компаний всех составляющих института корпоративного управления относится фактор «качество работы органов управления» (f_4), который, как выяснилось, положительно воздействует только на целевой показатель «операционная прибыль» (R_2), причем на 10%-ном уровне статистической значимости. И хотя в анализируемом случае мы не встречаемся с отрицательными оценками вклада данного фактора корпоративного управления в измерители экономического роста на микро- и макроуровне, невозможно не обратить внимание на несостоявшиеся ожидания. Простая логика подсказывает, что повышение качества работы органов управления должно приводить к положительным экономическим результатам (исходная гипотеза). Отсутствие же статистически значимых коэффициентов в соответствующих уравнениях регрессии гипотезу эту эмпирически не подтверждает, что в контексте ожиданий создает «когнитивный диссонанс».

«Все смешалось в доме Облонских»: действительно, если уж повышение качества работы органов управления не при-

водит к положительным результатам, то возникает очевидный вопрос по отношению к самому органу управления, к его функционалу и целям, текущим и стратегическим. По-видимому и здесь причины подобной ситуации надо искать в самом институте, в сбалансированности его отдельных элементов и, наверное, в мере его соответствия действующим нормам и правилам, системе государственного регулирования — в целом институциональной среде, в которой функционируют экономические агенты.

Отметим еще два момента. Использование модели панельной регрессии с фиксированными эффектами никак не изменило результаты анализа, полученные на основе объединенной модели панельных данных. А вот тестирование по Грэнджеру позволило обнаружить весьма интересный факт. Расчеты показали, что в двух парах — «качество работы органов управления» (f_4); «дивиденды» (R_4) и «качество работы органов управления» (f_4); «Масштабы производства» (P_2) — причиной являются показатель «дивиденды» (R_4) и экономический потенциал «Масштабы производства» (P_2). В этом случае фактор «качество работы органов управления» (f_4) становится зависимой переменной. Иначе говоря, мы сталкиваемся здесь с вполне реальной ситуацией, когда качество соответствующего фактора корпоративного управления напрямую зависит от размера дивидендов и масштаба производства компаний.

В заключение отметим, что если первая группа выводов в основном обеспечивает решение главной задачи исследования и предоставляет возможность количественно оценить меру влияния отдельных факторов института корпоративного управления на показатели экономического роста на микро- и макроуровне, то вторая группа предполагает дополнительный институциональный анализ, который бы раскрыл причины обнаруженных дисфункций этого важнейшего института рыночной экономики.

ВМЕСТО ЗАКЛЮЧЕНИЯ

Выполненное исследование показало, что особенности институциональной среды, сформировавшейся в нашей экономике, структура собственности, наличие разнонаправленных экономических интересов и система государственного регулирования обусловили определенный *конфликт* отдельных элементов института корпоративного управления с существующими нормами, правилами и традициями, проявившийся в *дисфункциях* этого института, которые, собственно, и нашли отражение в результатах экономической деятельности компаний. Проведенные расчеты на основе эконометрической модели позволили с общих позиций институционального анализа сформулировать ряд предварительных выводов, объясняющих характер и природу этих *дисфункций*.

- Вывод 1. Неадекватность структуры акционерного капитала российских компаний структуре импортируемой модели корпоративного управления: преобладание сильно концентрированной структуры собственности — наличие мажоритарного акционера, обладающего контрольным пакетом акций, позволяющего принимать решения по ключевым вопросам в интересах такого акционера, практически, обуславливает формальный характер и неэффективность работы совета директоров и его комитетов.

- Вывод 2. Несбалансированность стратегических и тактических целей компаний: снижение стратегической роли совета директоров в пользу интересов менеджмента, приоритетно ориентированного на задачи текущего финансового состояния предприятия.
- Вывод 3. Содержательное несоответствие действующей в России системы экономического учета по стандартам РСБУ стандартам МСФО, на которые ориентирована «философия» института корпоративного управления и деятельность органов управления компаний.
- Вывод 4. Деформация элементов института корпоративного управления в форме проектов КСО, которые преимущественно приобретают нерыночный характер, что проявляется в социальной «нагрузке» компаний, замещающей выполнение государством своих социальных обязательств.

* * *

В данном исследовании подводятся итоги первого этапа совместного проекта Российского института директоров и Института экономики РАН. Ряд полученных результатов, свидетельствующих об отсутствии влияния либо о негативном воздействии некоторых элементов корпоративного управления на экономический рост, и связанные с ним объясняющие выводы нельзя считать однозначно верными. Исследование этих теоретических вопросов, включая изучение причин управленческих провалов и дисфункций трансплантированного института, требуют более углубленного анализа самого института корпоративного управления, истории его формирования и эволюции, условий трансплантации с учетом сложившейся институциональной среды и системы государственного регулирования в российской экономике.

Кроме чисто теоретического анализа на следующих этапах трехлетнего исследовательского проекта ИЭ РАН и РИД предполагается проверка сформулированных выводов с уче-

том планируемого расширения исходной информации — увеличение временного интервала и использование большего числа анализируемых компаний, а также совокупности показателей экономического роста с включением в анализ рыночной стоимости компаний, величины инвестиций, численности работающих, расходов на оплату труда и добавленной стоимости. Результаты этих исследований будут способствовать созданию теоретической платформы для разработки практических рекомендаций, направленных, во-первых, на устранение выявленных дисфункций и совершенствование самой системы корпоративного управления, во-вторых, на модернизацию общей институциональной среды, включая систему государственного управления, с целью обеспечения экономического роста на микро- и макроуровне.

SUMMARY

1. the institute of corporate governance after the “Soviet break” was recreated in the Russian economy as a result of system transformations and transition to market relations associated with the processes of privatization and the emergence of joint-stock ownership. With the enlargement of enterprises and their entry into global markets, a modern system of corporate governance began to be built, which was largely the result of transplantation into the Russian economy of this market institution formed in economically developed countries. Together with these processes came the almost axiomatic expectations about the positive impact of this institution on the results of economic activity. Checking the validity of such expectations, their confirmation or refutation through a specific empirical study was one of the main tasks of the joint project of the Russian Institute of Directors (RID) and the Institute of Economics of the Russian Academy of Sciences.

2. This project was preceded by many years of applied research of the Russian Institute of Directors, the results of which are reflected in its publications (*Nikitchanova, 2011; Nikitchanova, Akhmed, Bekshokov, 2014; Belikov, 2019; Verbitsky, 2020*), and theoretical developments of the RAS Institute

of Economics, presented in journal articles, scientific reports and monographs (ed. A.E. Gorodetsky, 2015; *Rubinstein*, 2017; *Yakovlev*, 2019; ed. by A.Y. Rubinstein, A.E. Gorodetsky and R.S. Greenberg, 2020; ed. by I.I. Smotritskaya, S.V. Kozlova, 2020). Analysis of the literature devoted to the institution of corporate governance allows us to identify two main vectors of theoretical and empirical research.

3. In the first direction a wide range of issues related to shareholder ownership and the “principal-agent” problem (*Means*, 1962; *Berle, Means*, 1967; *Jensen, Meckling*, 1976), which was developed in the analysis of the general phenomenon of information asymmetry, including complicating the control of management activity (*Aghion, Tirole*, 1997). Works of Russian authors dedicated to problems of property reform, joint-stock property structure, corporate control establishment should also be mentioned (*Kapeliushnikov*, 2000; *Dolgopyatova*, 2001, 2004), as well as analysis of institutional principles of emerging corporate governance system and its correspondence to foreign models (*Radygin, Entov*, 1999; *Entov, Radygin, Mezheraups, Shvetsov*, 2006).

4. the second area of research that has been actively developing in Russia since the mid-2000s is associated with the study of implementation practices of norms and standards of corporate governance, accumulation of the relevant information and attempts to evaluate the impact of the individual elements of this institution on the economic performance of companies. the analysis of empirical studies allows us to formulate some general conclusions. First of all, it should be noted that the extensive work of the Russian Institute of Directors, which is associated with regular monitoring of corporate governance practices at Russian companies, and the creation of the RID database were a turning point in the understanding of this market institution transplanted into the Russian economy. Secondly, a number of research projects aimed at qualitative assessment and identification of quantitative patterns of influence of certain features of the corporate governance institution

on the economic performance of companies made a certain contribution to the study of this institution. Thirdly, some of the revealed statistical dependences did not confirm the initial assumption that one of the main elements of corporate governance institution – the Board of Directors – has a positive impact on the results of economic activity (*Duliak, 2015*). Fourthly, it became clear that the general axiomatic thesis about positive macroeconomic and microeconomic effects of corporate governance, which is one of the main institutional components of economic growth (*Entov, Radygin, Mezheraups, Shvetsov, 2006*), needs an appropriate empirical confirmation.

5. the content of the joint project of the Institute of Economics of the Russian Academy of Sciences and the Russian Institute of Directors reflects the third direction of research, conditioned by the formation of a unique database of RID. We are talking about the transition to the definition of aggregated, structural elements of the corporate governance institute and the analysis of their impact on economic growth. In this sense, this book continues the research that combines common theoretical principles and methodology created in the IE RAS and applied to different objects (*Rubinstein, 2017; Burakov, Bukhvald, Kolchugina, 2019; Rubinstein, 2019; Burakov, Rubinstein, 2020*)¹. the development of this approach required the expansion of the research program beyond the analysis of individual characteristics of the market institution under study, which implies a somewhat different theoretical rationale.

6. Economists have always been interested in the factors of economic development and welfare growth. However, in the first half of the twentieth century, the concept of the production function was introduced, and Knut Wicksell, who proposed a utility function for the two-factor model, is considered to be one of its creators. However, its legitimization

1. We are talking about the task of constructing composite (aggregate) characteristics of the analyzed objects – rating of economic magazines, index of Russian regions development, creative potential of theaters, which solution involves the use of non-trivial methods of multivariate statistical analysis, including the latest data processing tools – “Multiway data analysis” (*Rubinstein, Slutskin, 2018*).

took place only after the empirical study by Charles Cobb and Paul Douglas, in which the results of the American economy in the period of 1899–1922 were presented as a function of the amount of capital and the amount of labor expended (*Cobb, Douglas, 1928*). A new stage in the development of the theory of production functions is usually associated with the formation of the neoclassical model (*Solow, 1956, 1957*), as well as with the Keynesian model of exogenous growth (*Harrod, 1939; Domar, 1946*). In later models (*Romer, 1986; Lucas, 1988*) scientific and technological progress has come to be regarded as an endogenous variable. The Mankiw-Romer-Weil model (*Mankiw et al., 1990*), which introduces an additional condition of “symmetry” in relation to human capital and assumes that its properties are similar to those of physical capital, can also be mentioned in this line.

7. a real breakthrough was made by representatives of the “new economy” (*Hulten, 1979; Corrado, Hulten, Sichel, 2005; Adarov, Stebrer, 2019*), where the hypothesis of dependence of the total factor productivity on intangible assets, which are considered as a factor of economic growth within this concept, appeared as a novelty. Ascribing the system of corporate governance to intangible assets, which largely determines the novelty of the joint project of RID and IE RAS, we can conclude that its improvement contributes to the success of companies. However, to assess the contribution of this institution to economic growth using the production function is not enough; it is necessary to determine the appropriate measures of economic growth, which are affected by this type of intangible assets.

8. His problem has no simple solution. the fact is that the production function in its usual or extended version is usually used to approximate macro-aggregated indicators, such as the output of the economy as a whole. Studying the possibilities of corporate management influence on economic growth, it is necessary to bear in mind that in this case the subject of the analysis is the activity of specific enterprises. That is why we can talk about the contribution of corporate governance

factors to economic growth only at the micro-level. Probably macro-analysis would also be possible, but for this purpose it is necessary to have a larger Database of RID, covering a sufficiently long time period, allowing to compare the dynamics of factor aggregates of corporate governance with changes in GDP or added value. In the current circumstances, the micro-analysis can only be supplemented by using the so-called economic growth potentials as measures, characterizing its most important components – assets, scale of production and revenues of companies, representing the corresponding aggregates of their activities. Under various kinds of additional conditions with respect to aggregation of the results of the activities of companies and with certain reservations, it is possible to assume that these potentials allow us to assess economic growth beyond the boundaries of micro-analysis.

9. One of the main theme of the study is related to the way of measuring composite factors characterizing structural elements of corporate governance institution and economic growth potentials, each of which is determined by an aggregated combination of observable indicators, using the appropriate weight function. In many cases, such weights are chosen arbitrarily; often it is assumed that all indicators have equal weight; there are cases when the dominance of a single indicator, which is assigned the greatest weight, is assumed. the peculiarity of the present study is a statistical method of determining the system of weights inherent for each composite factor. We are talking about the MW-analysis and its two-dimensional analogue – the method of principal components, which allow to identify the hidden relations between the initial indicators, which, in fact, determine the specified weight function. the weights calculated in this way provide measurement of concrete values of composite factors of corporate management and potential of economic growth for each company at each moment of the considered period.

10. the use of multivariate statistical analysis methods and the RID database containing about 100 characteristics of the corporate governance institution for more than 100 ana-

lyzed companies in 2011, 2014, and 2017 allowed quantitative determination and meaningful interpretation of the eight corporate governance factors representing the four main sections of the database: Dividend Policy and Reduction of Risks of Shareholder Rights Violation (Shareholder Rights); Board Structure and Quality of Management Bodies (Management and Control Body Performance); Financial Reporting Disclosure and Corporate Document Disclosure (Information Disclosure); Corporate Social Responsibility Policy and Implementation of Corporate Social Responsibility Projects (Corporate Social Responsibility and Sustainable Development).

11. the choice of measures of economic activity of companies, presented in official statistics and reports of enterprises, in this research is subordinated to its main objective – modeling of influence of corporate governance institution on economic growth. Firstly, the number of measures of economic growth includes statistically observable indicators: Net Assets, Operating Profit, Net Income and Dividends. Secondly, analytical indicators of economic success of companies are used – EBITDA indicator, which is widely used, and index of economic efficiency of enterprises, which characterize correlation of results and expenses, used for their achievement, constructed by the authors of the research. Thirdly, we are talking about three sets of background information, in which 12 indicators are presented, the relevant aggregates of which determine the potential for economic growth: Total Assets, Production Scale and Total Income of the companies.

12. the main purpose of this study is to test hypotheses about the influence of composite factors characterizing different elements of corporate governance institution (regressors) on dependent variables, which are the four indicators of corporate performance, two analytical indicators and three economic growth potentials mentioned above. On the basis of this information, we carried out a regression analysis with the “Combined Panel Data Model”, “Panel Data Model with Fixed Effects”, “Panel Data Model with Time Lag”, supplemented

by the Granger causality test of paired dependencies of all used performance indicators of enterprises, with the composite factors of the institute of corporate governance. the tested model was correctly specified taking into account the exclusion of casual variables with low statistical significance. the results of the regression model assessment have confirmed the presence of statistically significant dependences and made it possible to draw a number of conclusions about the influence of the corporate governance institution on the performance of companies, which can be divided into two groups on the basis of: a) adequacy of the obtained results to the generally accepted views on the influence of the corporate governance institution on the performance of companies, b) deviation from the expected impact of individual corporate governance factors on the economic performance of companies.

13. Discussing the results of empirical research and their conformity to theoretical expectations, it is necessary to note, that the “natural” hypothesis that introduction in practice of institute of corporate management and its further development should promote improvement of activity of the companies looks quite justified under other equal conditions. It should also be emphasized that the performed calculations have confirmed the influence of a number of factors of corporate governance on the economic results of the analyzed enterprises and found an adequate reflection in the obtained regression equations.

14. the calculations show that the factor Dividend policy has a positive impact on all dependent variables. And with the highest probability (at 1% level of significance) it relates to Net Assets, Dividends, Economic Efficiency, as well as to all economic growth potentials – Total Assets, Production Scale and Total Income of companies. the calculations have fully confirmed the validity of the main hypothesis and the expected positive contribution of Dividend policy factor to economic growth.

15. the factor Reduction of risks of shareholders' rights violation which positively influences the economic growth potential, Aggregate Assets and Production Scale at 1% level

of significance, and at 5% level of significance on the potential of Aggregate incomes makes a positive contribution to the economic results of the companies' activity as well. Unlike Dividend Policy, this factor of corporate governance has no significant influence on other measures of economic growth.

16. the same positive influence on all indicators and indicators of companies' success, with the exception of the Operating Income indicator, has the factor of Implementation of Corporate Social Responsibility projects. It differs only in the statistical significance of regression coefficients: with the highest probability (at the 1% level of significance) it applies to the EBITDA indicator, and with the lowest probability (at the 10% level of significance) to the Economic efficiency indicator. It remains unclear, and requires additional research, why this factor of corporate management does not have a significant impact not only on the indicator of operating profit, but more importantly, on the potential of economic growth – total assets, production scales and total revenues.

17. the factor of the Policy of Corporate Social Responsibility has a positive influence on the results of economic activities of the companies. And in some sense, the impact of this factor of the corporate governance institute is complementary to the already discussed factor Reduction of risks of shareholders' rights violation. Thus, if the factor Reduction of risks of shareholders' rights violation contributes exclusively to the value of economic growth potentials – Aggregate Assets, Production Scale and Aggregate Income, and has no statistically significant influence on the indicators and indicators of successful activity of companies, then, as calculations show, the opposite picture is observed in relation to the Corporate Social Responsibility Policy. the contribution of this factor of the institute of corporate management is manifested in the positive dynamics of the indicators Net Income, Dividends and EBITDA.

18. Now about the elements of the institute of corporate governance, the impact of which on the results of the economic activities of companies has not fully conformed to theoretical

expectations. We are talking about a number of factors, with respect to which the formulated “natural hypothesis” has not received empirical confirmation. Our calculations show that, in particular, the development of the institute of corporate management and improvement of quality of its separate elements, did not always provide higher results of economic activity of the companies.

19. In this sense, the lack of influence of such an important element of corporate governance institute as information disclosure, on the results of companies’ economic activities, draws attention. The factors Financial Reporting Disclosure and Corporate Documents Disclosure, as the calculations show, have no statistically significant impact on all indicators of companies’ activities. In this case, we observe a situation where the seemingly obvious benefits of information disclosure for all participants in market relations, does not lead to economically satisfactory consequences. The explanation of such results should be sought, apparently, in the institute of corporate governance itself, in the subjects associated with the activities of companies and their interest in such information, in the degree of consistency of this institution with the current norms and rules of the overall institutional environment and the system of state regulation.

20. The most inconsistent with the initial expectations are the assessments of the impact on economic growth indicators of the factors Board Structure and Quality of Work of Management Bodies. The results of the regression analysis show that the Board Structure factor has a negative impact at 1% level of significance on the indicator of companies’ success EBITDA and economic growth potential Aggregate Income; at 10% level of significance this factor has a negative impact on the indicator Net Assets and potential Aggregate Assets and Scale of Operations. Apparently, the negative impact on economic growth of the Board structure indicates that the creation of key committees and their activities have not provided economic benefits, but have led to negative consequences across virtually the entire spectrum of company performance indicators.

21. the same group of results with an unconfirmed hypothesis of a positive effect of the corporate governance institution includes the factor Quality of management bodies, which turned out to have a positive effect only on the indicator Operating profit, and at 10% level of statistical significance. And although in the analyzed case there are no negative assessments of contribution of this corporate governance factor to economic growth indicators, it is impossible not to pay attention to unrealistic expectations. Simple logic suggests that improving the quality of management bodies' work should lead to positive economic results (initial hypothesis). Absence of statistically significant coefficients in the corresponding regression equations does not confirm this hypothesis empirically, which creates "cognitive dissonance" in the context of expectations.

22. If improvement of quality of work of managing bodies does not lead to positive results, then there is an obvious question in relation to the managing body itself, to its functionality and the goals, current and strategic. Apparently also here the reasons for this situation should be looked for in the institution itself, in the balance of its individual elements and, probably, in the degree of its compliance with existing norms and rules, the system of state regulation – in the institutional environment in which economic agents function as a whole.

23. One more result should be mentioned. the Granger causality test revealed a very interesting fact. Calculations showed that in two pairs – (Quality of management bodies' work; Dividends) and (Quality of management bodies' work; Scale of production) the reasons are Dividends and economic potential Scale of production. In this case the factor of corporate governance, as calculations have shown, becomes a dependent variable, thereby revealing the quite real situation when the quality of the corresponding factor of corporate governance directly depends on the size of dividends and scale of companies' production.

24. If the first group of conclusions mainly provides the solution of the main task of research and gives the opportu-

nity to quantitatively estimate the measure of influence of separate factors of corporate governance institution on indicators of economic growth, the conclusions of the second group assume additional institutional analysis aimed at finding out the reasons and nature of detected erosion of this most important institution of market economy.

25. the research has shown that peculiarities of institutional environment formed in our economy, ownership structure, the presence of differently directed economic interests and system of state regulation caused a certain conflict of separate elements of corporate governance institution with existing norms, rules and traditions, which revealed itself in dysfunctions of this institution, which, actually, were reflected in results of economic activity of companies. the calculations made on the basis of the econometric model allowed us to formulate a number of substantial conclusions from the general points of institutional analysis, which explain the character and nature of these dysfunctions.

- Inadequacy of Russian companies' share capital structure to the structure of the imported corporate governance model: the prevalence of highly concentrated ownership structure, the presence of the majority shareholder possessing the controlling interest, which enables to make decisions on key issues in the interests of this shareholder, in practice determines the formal and inefficient work of the Board of Directors and its Committees.
- An imbalance between strategic and tactical goals of the companies: the strategic role of the Board of Directors is reduced in favor of the interests of the management, which is focused on the tasks of the current financial state of the company.
- A substantial mismatch between Russia's current economic accounting system based on Russian Accounting Standards and International Financial Reporting Standards, which is the centerpiece of the corporate

governance philosophy and of corporate governance activity.

- A deformation of corporate governance institute elements in the form of CSR projects, which mainly acquire a non-market character, which manifests itself in social "burden" of companies, replacing the performance by the state of its social obligations.

26. This study summarizes the results of the first phase of the joint project of the Russian Institute of Directors and the Institute of Economics of the Russian Academy of Sciences. a number of results obtained testifying to the lack of influence or negative impact of some elements of corporate governance on economic growth and related explanatory hypotheses cannot be considered as unambiguously correct. the study of these theoretical issues, including the study of the causes of managerial failures and dysfunctions of the transplanted institution requires more in-depth analysis of the institution of corporate governance itself, the history of its formation and evolution, conditions of transplantation taking into account the current institutional environment and the system of state regulation in the Russian economy.

27. In addition to purely theoretical analysis at the next stages of the research project of IE RAS and RID it is expected to verify the conclusions obtained, taking into account the planned expansion of the initial information with an increase in the time interval and the use of a larger number of companies under analysis, as well as expanding the set of economic growth indicators to include the market value of companies, the value of investment, the number of employees, labor costs and added value in the analysis. the results of these studies will contribute to the creation of a theoretical platform for the development of practical recommendations aimed, first, at eliminating the identified dysfunctions and improving the corporate governance system itself, and second, at modernizing the overall institutional environment, including the public administration system, to ensure economic growth at the micro and macro levels.

ЛИТЕРАТУРА

- Айвазян С.А., Бухштабер В.М., Енюков И.С., Мешалкин Л.Д. (1989). Прикладная статистика. Классификация и снижение размерности. М.: Финансы и статистика.
- Басаргин В.Ф., Первалов Ю.В. (2000). Анализ закономерностей формирования корпоративного контроля на приватизированных предприятиях // Институциональные изменения. №5. С. 120–139.
- Беликов И.В. (2019). Совет директоров компании: новый подход. М: Де Либри.
- Бобылева К. (2020). Нематериальные активы и информационно-коммуникационный капитал (ИКТ): доклад на семинаре. М.: НИУ ВШЭ.
- Бураков Н., Бухвальд Е., Кольчугина А. (2019). Ранжирование субъектов Российской Федерации на основе регионального индекса экономического развития // Федерализм. № 3. С. 149–171.
- Бураков Н.А., Бухвальд Е.М., Кольчугина А.В., Рубинштейн А.Я., Славинская О.А., Слуцкий Л.Н. (2019). Региональный индекс экономического развития и ранжирование субъектов Российской Федерации / Под ред. Е.М. Бухвальда и А.Я. Рубинштейна (Препринт). М.: ИЭ РАН.
- Бураков Н., Рубинштейн А. (2020). Теоретические и прикладные аспекты измерения потенциалов экономического развития регионов России // Пространственная экономика. №1. С. 24–50.
- Вербицкий В.К. (2020). Из идеального реальному 2.0: Доказательное корпоративное управление. М.: Интеллектуальная литература.
- Гельвидес О.С., Федотова Е.Б. (2016). Экономический рост предприятия: понятия, виды, факторы и показатели // Экономика устойчивого развития. №4(28). С. 275–279.
- Давыдова Л.В., Ильминская С.А. (2005). Факторы экономического роста предприятий // Финансы и кредит. №12(280). С. 18–22.
- Дада Линделл. (2018). Кто в России платил больше всех дивидендов. www.rbc.ru/economics/12/11/2018/5be760789a7947357191e59e?from=center_11.
- Долгопятова Т.Г. (2001). Модели и механизмы корпоративного контроля в российской промышленности: опыт эмпирических исследований // Вопросы экономики. №5. С. 46–60.
- Долгопятова Т.Г. (2004). Собственность и корпоративный контроль в российских компаниях в условиях активизации интеграционных процессов // Российский журнал менеджмента. № 2. С. 3–26.

- Долгопятова Т.Г. (2007). Концентрация акционерной собственности и развитие российских компаний (эмпирические свидетельства) // Вопросы экономики. № 1. С. 84–97.
- Долгопятова Т.Г. (2009). Корпоративное управление в российских компаниях: роль глобализации и кризиса // Вопросы экономики. № 6. С. 83–96.
- Дуляк Ю.И. (2011). Влияние совета директоров на эффективность бизнеса: результаты зарубежных и российских исследований // Менеджмент и бизнес-администрирование. № 4. С. 103–124.
- Дуляк Ю.И. (2013а). Качественный анализ места и роли совета директоров в деятельности российских компаний: серия углубленных интервью // Корпоративные финансы. № 2 (26). С. 22–34.
- Дуляк Ю.И. (2013б). Детерминанты эволюции совета директоров в российских публичных и непубличных компаниях. WP1/2013/01. М.: Изд. дом Высшей школы экономики.
- Дуляк Ю.И. (2013с). Влияние совета директоров на эффективность бизнеса: эмпирический анализ на примере российских компаний. www.hse.ru/data/2013/06/14/1283984520/%D1%82%D0%B5%D0%BA%D1%81%D1%82_%D0%AE_%D0%94%D1%83%D0%BB%D1%8F%D0%BA.pdf (дата обращения: 05.07.2020).
- Дуляк Ю.И. (2015). Эмпирический анализ влияния совета директоров на финансовые результаты деятельности российских компаний // Экономическая политика. Т. 10. № 1. С. 126–148.
- Земцов С.П., Смелов Ю.А. (2018). Факторы регионального развития в России: география, человеческий капитал или политика регионов // Журнал Новой экономической ассоциации. № 4 (40). С. 84–108.
- Ивашковская И.В. (2009). Моделирование стоимости компаний. Стратегическая ответственность совета директоров. М.: ИНФРА-М.
- Ивашковская И.В., Пономарева М.О., Сеттлз А. (2007). Деятельность советов директоров и стратегическая эффективность // Проблемы теории и практики управления. №8. С. 76–87.
- Ильчук К. (2009). О влиянии структуры совета директоров российских компаний на их эффективность // Общество и экономика. № 6. С. 132–148.
- Институты государственного управления в контексте стратегических вызовов российской экономики» / Под ред. И.И. Смотрицкой, С.В. Козловой. (2020). СПб: Алетейя.
- Исследование «Влияние качества корпоративного управления на эффективность деятельности компании» (2007) / Российский институт директоров, ГУ Высшая школа экономики. С. 1–52.

- Исследование «Структуры корпоративного управления российских публичных компаний» (2015) / Центр корпоративного управления «Делойт» в СНГ. С. 1–24.
- Исследование практики корпоративного управления в России: сравнительный анализ по итогам 2004–2017 гг. (2018) / Российский институт директоров. С. 1–107.
- Исследование практики корпоративного управления в средних российских непубличных компаниях (2020) / Российский институт директоров, Экономический факультет МГУ им. М.В. Ломоносова, Деловая Россия. С. 1–25.
- Капелюшников Р. (2000). Крупнейшие и доминирующие собственники в российской промышленности // Вопросы экономики. №1. С. 99–119.
- Капелюшников Р.И., Дёмина Н.В. (2005). Обновление высшего менеджмента российских промышленных предприятий: интенсивность, каналы пополнения, основные определяющие факторы // Препринт WP3/2005/04. Серия WP3. Проблемы рынка труда.
- Кодекс корпоративного управления (2014). Одобрен Советом директоров Банка России 21 марта 2014 г., рекомендован к применению письмом Банка России от 10 апреля 2014 г. № 06-52/2463 «О Кодексе корпоративного управления».
- Лимитовский М.А. (2010). Устойчивый рост компании и эффекты левиреджа // Российский журнал менеджмента. Т. 8. № 2. С. 35–46.
- Луговой О., Дашкеев В., Мазаев И., Фомченко Д., Поляков Е., Хехт А. (2007). Экономико-географические и институциональные аспекты экономического роста в регионах. М.: ИЭПП.
- Маршалл А. (2007). Основы экономической науки. М.: Эксмо.
- Масленникова М.А., Степанова А.Н. (2010). Влияние структуры собственности на эффективность деятельности на примере российских и бразильских компаний // Корпоративные финансы. № 3. С. 36–45.
- Милль Дж.С. (2007). Основы политической экономии. М.: Эксмо.
- Мировая экономическая мысль. Сквозь призму веков: В 5 т. / Сопред. редкол. Г.Г. Фетисов, А.Г. Худокормов. (2004). Т. 5. Всемирное признание: лекции нобелевских лауреатов (в 2 кн.) / Отв. ред. Г.Г. Фетисов. Кн. 1. М.: Мысль.
- Национальный индекс корпоративного управления. (2019). М.: TopCompetence.
- Нейман А.М. (2003). К. Виксэль и его вклад в развитие экономической теории и экономического анализа // Экономический анализ: теория и практика. №1. cyberleninka.ru/article/n/k-viksell-i-ego-vklad

v-razvitie-ekonomicheskoy-teorii-i-ekonomicheskogo-analiza (дата обращения: 24.10.2020).

- Никитчианова Е.В. и др.* (2011). Исследования практики корпоративного управления в России: сравнительный анализ по итогам 2004–2009 гг. Исследование Российского института директоров при участии Российской экономической школы // Российский журнал менеджмента. Т. 9. №1. С. 57–126.
- Никитчианова Е.В., Ахмед И.И., Бекшоков А.А.* (2014). Практика корпоративного управления в российских компаниях с госучастием: сильные и слабые стороны // Корпоративное управление. №1. С. 17–25.
- Обзор практик корпоративного управления в российских публичных обществах по итогам 2018 года. (2019). М.: Центральный банк Российской Федерации.
- Письмо Банка России от 10 апреля 2014 г. № 06-52/2463 «О Кодексе корпоративного управления».
- Положение Банка России от 30 декабря 2014 г. № 454-П (ред. от 25 мая 2018 г.) «О раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг».
- Правила листинга Московской биржи. Утверждены Наблюдательным советом ПАО Московская биржа 21 января 2020 г. (Протокол № 18).
- Радыгин А.* (2002). Корпоративное управление в России: ограничения и перспективы // Вопросы экономики. № 1. С. 101–124.
- Радыгин А.* (2004). Корпоративное управление: ограничения, противоречия и особенности регулирования // Проблемы теории и практики управления. № 2. С. 90–97.
- Радыгин А.Д., Энтов Р.М.* (1999). Институциональные проблемы развития корпоративного сектора: собственность, контроль, рынок ценных бумаг. Серия «Научные труды». № 12. М.: ИЭПП.
- Радыгин А.Д., Энтов Р.М.* (2002). Унификация корпоративного законодательства: общемировые тенденции, законодательство ЕС и перспективы России. М.: Российско-Европейский центр экономической политики.
- Радыгин А.Д., Энтов Р.М., Межерауц И.В.* (2003). Особенности формирования национальной модели корпоративного управления. М.: Институт экономики переходного периода.
- Распоряжение ФКЦБ РФ от 4 апреля 2002 г. № 421/р «О рекомендации к применению Кодекса корпоративного поведения».
- Рубинштейн А.Я.* (2016). Ранжирование российских экономических журналов: научный метод или «игра в цифры»? // Журнал НЭА. № 2 (30). С. 162–175.

- Рубинштейн А.Я. (2017). Элементы общей теории изъязнов смешанной экономики // Вопросы государственного и муниципального управления. №1. С. 71–102.
- Рубинштейн А.Я. (2018). Теория опекаемых благ: учебник / А.Я. Рубинштейн. СПб.: Алетейя.
- Рубинштейн А.Я. (2019). Театр, зритель и государство: 12 комментариев экономиста // Экономическая социология. Т. 20. № 5. С. 158–205.
- Рубинштейн А.Я. (2020). Институт корпоративного управления и экономический рост: теория, методология и расчеты // Вопросы теоретической экономики. № 4. С. 151–160.
- Рубинштейн А.Я., Бураков Н.А., Славинская О.А. (2017). Сообщество экономистов и экономические журналы (социологические измерения VS библиометрии): Научный доклад. М.: ИЭ РАН.
- Рубинштейн А.Я., Слуцкий Л.Н. (2018). «Multiway data analysis» и общая задача ранжирования журналов // Прикладная эконометрика. № 50. С. 90–113.
- Ружанская А.С. (2008). Концентрация собственности и формирование основных типов контроля в российских компаниях // Корпоративные финансы. № 1(5). С. 5–11.
- Сазонова К.А. (2017). Экономическая сущность и классификация капитала предприятия // Академическая публицистика. № 12. С. 250–254.
- Самуэльсон Пол А., Нордхаус Вильям Д. (1999). Экономика. 15-е изд. / Пер. с англ. М.: БИНОМ-КноРус.
- Скобелева И.П., Котов С.А. (2012). Ситуационное моделирование экономического роста транспортной компании: Монография. СПб.: СПГУВК.
- Слуцкий Л.Н. (2006). Курс МВА по прогнозированию в бизнесе. М.: Альпина Паблишер.
- Смит А. (2019). Исследование о природе и причинах богатства народов. М.: Эксмо.
- Трачук А.В., Лисичкина Ю.С., Братченко С.А. и др. (2018). Операционный менеджмент. М.: Кнорус.
- Urbí et ogbí: сб. науч. трудов. В 4 т. Т. 4. Институты современной экономики (2015) / Под ред. А.Е. Городецкого. СПб.: Алетейя.
- Федеральный закон от 26 декабря 1995 г. № 208-ФЗ (ред. от 31 июля 2020 г.) «Об акционерных обществах».
- Федеральный закон от 27 июля 2010 г. № 208-ФЗ «О консолидированной финансовой отчетности».
- Федеральный закон от 27 июля 2010 г. № 224-ФЗ «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и мани-

пулированию рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации».

- Четвертакова В.П., Четвертаков И.М. (2016). К теории экономического роста и развития // Вестник Воронежского государственного аграрного университета. №1(48). С. 166–172.
- Экономическая теория государства: новая парадигма патернализма / Под ред. А.Я. Рубинштейна, А.Е. Городецкого, Р.С. Гринберга. (2020). СПб.: Алетейя.
- Энтов Р., Радыгин А., Межерауц И., Швецов П. (2006). Корпоративное управление и саморегулирование в системе институциональных изменений. М.: ИЭПП.
- Яковлев А.Ю. (2019). Управление российскими компаниями с государственным участием: методологические и практические аспекты: Научный доклад. М.: ИЭ РАН.
- Acar E., Yener B. (2009). Unsupervised Multiway Data Analysis: A Literature Survey // IEEE Transactions on Knowledge and Data Engineering, 21(1): 6–20.
- Acemoglu D. (2009). Introduction to Modern Economic Growth. Published by Princeton University Press.
- Adarov A., Stehrer R. (2019). Tangible and Intangible Assets in the Growth Performance of the EU, Japan, and the US. Wiener Institut für Internationale Wirtschaftsvergleiche (WiiW) Research Report 442.
- Adjaodi F., Zeghal D., Andaleeb S. (2007). The Effect of Board Quality on Performance: a Study of Canadian Firms // Corporate Governance, 5(4): 623–635.
- Aghion P., Tirole J. (1997). Formal and real authorities in organizations // Journal of Political Economy, 105 (1): 1–29.
- Annual Report 2019 / Microsoft. Available at. www.microsoft.com/investor/reports/ar19/index.html (дата обращения: 09.07.2020).
- Appelof C.J., Davidson E.R. (1981). Strategies for analyzing data from video fluorometric monitoring of liquid chromatographic effluents // Anal. Chem, 53, 13: 2053–2056.
- Ashbaugh-Skaife H., Collins D.W., LaFond R. (2004). Corporate Governance and the Cost of Equity Capital. University of Iowa Press, December.
- Babbage Ch. (1835). On the Economy of Machinery and Manufactures. (4th ed.). London: Charles Knight.
- Bader R., Colomb J., Pankratz B., Schroeck A., Stocker R.F., Pankratz M.J. (2007). Genetic dissection of neural circuit anatomy underlying feeding behavior in Drosophila: distinct classes of hugin-expressing neurons // J. Comp. Neurol, 502(5): 848–856.

- Berle A., Means G.* (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. NY: Macmillan (*Berle A.A., Means G.C.* The modern corporation and private property. New York, 1967).
- Bhagat S., Black B.S.* (1999). The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance // *Business Lawyer*, 54: 921–963.
- Black B.S.* (2001). The Corporate Governance Behavior and Market Value of Russian Firms // *Emerging Markets Review*, 2: 89–108.
- Black B.S., Love I., Rachinsky A.* (2006). Corporate Governance and Firms' Market Values: Time Series Evidence from Russia // *Emerging Markets Review*, 7: 361–379.
- Bosma N., Content J., Sanders M., Slam E.* (2018). Institutions, entrepreneurship, and economic growth in Europe // *Small Business Economics*, 51(4): 483–499.
- Campbell K., Vera A.M.* (2010). Female board appointments and firm valuation: short and long term effects // *Journal of management governance*. 59: 37–59.
- Carroll J.D., Chang J.J.* (1970). Analysis of individual differences in multidimensional scaling via an N-way generalization of Eckart–Young decomposition // *Psychometrika*, 35: 283–319.
- Cass D.* (1965). Optimum Growth in an Aggregative Model of Capital Accumulation // *The Review of Economic Studies*, 32(3): 233–240.
- Cobb C.W., Douglas P.H.* (1928). A Theory of Production // *American Economic Review*, 18: 139–165.
- Corrado C., Haskel J., Jona-Lasinio C., Iommi M.* (2016). Intangible Investment in the EU and US before and Since the Great Recession and its Contribution to Productivity Growth. EIB Working Papers, Rome.
- Corrado C., Hulten C., Sichel D.* (2005). Measuring Capital and Technology. In: *Measuring Capital in the New Economy*, C. Corrado, J. Haltiwanger, and D. Sichel, eds., *Studies in Income and Wealth*. Chicago: The University of Chicago Press. Vol. 65. Pp. 11–14.
- Corrado C., Hulten C., Sichel D.* (2009). Intangible Capital and US Economic Growth // *The Review of Income and Wealth*, 55(3): 661–685.
- Cournot A.A.* (1897). *Researches into the Mathematical Principles of the Theory of Wealth*. London: Macmillan.
- Dalton C.M.M., Dalton D.R.* (2005). Boards of Directors: Utilizing Empirical Evidence in Developing Practical Prescriptions // *The British Journal of Management*, 16(1): 91–97.
- De Lathauwer L., De Baynast A.* (2008). Blind Deconvolution of DS-CDMA Signals by Means of Decomposition in Rank-Terms // *IEEE Transactions on Signal Processing*, 56(4): 15620–1571.

- Domar E.D.* (1946). Capital Expansion, Rate of Growth, and Employment // *Econometrica*, 14(2): 137–147.
- Durnev A., Han Kim E.H.* (2005). To Steal or Not to Steal: Firm Attributes, Legal Environment, and Valuation // *The Journal of Finance*, 60: 1461–1493.
- Generalova N., Moderov S.* (2013). IFRS in Russia: views of Prof. Yaroslav.V. Sokolov and influence to local accounting. ifrs-audit.ru/?page_id=9.
- Harrod R.F.* (1939). An Essay in Dynamic Theory // *Economic Journal*, 49(193): 14–33.
- Hazan et al.* (2005). The Effect of Acoustic Enhancement and Variability on Phonetic Category Learning by L2 Learners. Senate House, London, UK June 15–17.
- Hotelling H.* (1933). Analysis of a Complex of Statistical Variables into Principal Components // *Journal of Educational Psychology*, 24 (6&7): 417–441, 498–520.
- Hulten C.R.* (1979). On the ‘Importance’ of Productivity Change // *American Economic Review*, 69: 126–36,
- Iwasaki I.* (2008). The determinants of board composition in a transforming economy: Evidence from Russia // *Journal of corporate finance*, 14 (5): 532–544.
- Jensen M., Meckling W.* (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and capital structure // *Journal of Financial Economics*, 3(4): 305–360.
- Jorgenson D.W.* (2003). Information Technology and the G7 Economies // *The World Economics Journal*, 4(4): 139–170.
- Jorgenson D.W.* (2005). Accounting for Growth in the Information Age (eds. P. Aghion, S. Durlauf), *Handbook of Economic Growth*. Amsterdam: North-Holland. Pp. 743–815.
- Kiers H.A.L.* (2000). Towards a standardized notation and terminology in multiway analysis // *Journal of Chemometrics*, 14: 105–122.
- Klein A.* (1988). Firm Performance and board committee structure // *Journal of Law and Economics*, 41(1): 275–303.
- KLEMS. www.worldklems.net (дата обращения: 24.10.20).
- Koopmans T.* (1963). On the concept of optimal economic growth. Cowles Foundation for Research in Economics, Yale University, Discussion Paper, No. 163.
- Koopmans T.* (1965). On the concept of optimal economic growth // *The Econometric Approach to Development Planning*, 1(28): 225–300.
- Kroonenberg P.M.* (2008). Applied Multiway Data Analysis // *Psychometrika*, 74(1): 179–180.

- La Porta R., Lopez de Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W.* (2000). Investor Protection and Corporate Governance // *The Journal of Financial Economics*, 10: 3–27.
- Leblanc R., Gillies J.* (2005). *Inside the Boardroom: How Boards Really Work and the Coming Revolution in Corporate Governance*. Toronto: Wiley.
- Lucas R.E.* (1988). On the Mechanics of Economic Development // *Journal of Monetary Economics*, 22: 3–42.
- Mak Y.T., Li Y.* (2001). Determinants of corporate ownership and board structure: Evidence from Singapore // *Journal of Corporate Finance*, 7 (3): 235–256.
- Mankiw N.G., Romer D., Weil D.N.* (1990). A Contribution to the Empirics of Economic Growth: NBER Working Papers. 3541, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Means G.* (1962). *The Corporate Revolution in America*. New-York: Crowell-Collier Press.
- Millstein I.M., MacAvoy P.W.* (1998). The active board of directors and performance of the large publicly traded corporation // *Columbia Law Review*, 98(5): 1283–1322.
- Möcks J.* (1988). Decomposing event-related potentials: A new topographic components model // *Biological Psychology*, 26, 1–3: 199–215.
- OECD (2016). *G20/OECD Principles of Corporate Governance (Russian Version)* Publishing, Paris. [dx.doi.org/10.1787/9789264252035-ru](https://doi.org/10.1787/9789264252035-ru).
- Pearson K.* (1901) On Lines and Planes of Closest Fit to Systems of Points in Space // *Philosophical Magazine, Series 6*, 2(11): 559–572.
- Peng M.W.* (2004). Outside directors and firm performance during institutional transitions // *Strategic Management Journal*, 25(5): 453–471.
- Ramsey F.* (1928) A Mathematical Theory of Saving // *The Economic Journal*, 38(152): 543–559.
- Romer P.M.* (1986), Increasing Returns and Long-Run Growth // *Journal of Political Economy*, 94(5): 1002–1037.
- Romer P.M.* (1989). Human capital and growth: theory and evidence // NBER Working paper. No. 3173.
- Romer Paul M.* (1990). Endogenous Technological Change // *Journal of Political Economy*, 98:5. Part 2: 71–102.
- Smith B.F., Amoako-Adu B.* (1995). Relative Prices of Dual Class Shares // *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 30(2): 223–239.
- Soloveichik R.* (2010). Artistic Originals as a Capital Asset // *American Economic Review*, American Economic Association, 100(2): 110–114.

- Solow R.* (1956). A Contribution to the Theory of Economic Growth // The Quarterly Journal of Economics, 70(1): 65–94.
- Solow R.* (1957). Technical Change and the Aggregate Production Function // The Review of Economics and Statistics, 39(3): 312–320.
- Sraffa P.* (1926). The Laws of Returns under Competitive Conditions // Economic Journal, 36(144): 535–550.
- Swan T.* (1956). Economic growth and capital accumulation // The Economic Record, 32, 2: 334–361.
- Tucker L.* (1966). Some mathematical notes on three-mode factor analysis // Psychometrika, 32(3): 279–311.
- Yermack D.* (1996). Higher market valuation of companies with small board of directors // Journal of financial Economics, 40(2): 185–211.



Редакционно-издательский отдел:

Тел.: +7 (499) 129 0472

e-mail: print@inecon.ru

www.inecon.ru

Научное издание

**Институт корпоративного
управления и экономического роста**

Дизайн серии – Валериус В.Е., Ахмеджанова В.А.

Редактор – Ерзнкян М.Д.

Компьютерная верстка – Хацко Н.А.

Подписано в печать 25.03.2021.

Заказ № 2. Тираж 50 экз. Объем 9,2 уч.-изд. л.

Отпечатано в ИЭРАН