

Федеральное государственное образовательное бюджетное учреждение
высшего образования
«Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации»

На правах рукописи

Кашапов Ильмир Назипович

**ВЛИЯНИЕ КАЧЕСТВА КОРПОРАТИВНОГО
УПРАВЛЕНИЯ НА СТОИМОСТЬ КОМПАНИИ
В УСЛОВИЯХ РОСТА ЧИСЛА РОЗНИЧНЫХ
ИНВЕСТОРОВ**

5.2.6. Менеджмент

ДИССЕРТАЦИЯ
на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Научный руководитель

Батаева Бэла Саидовна,
доктор экономических наук, профессор

Москва – 2026

Оглавление

Введение.....	3
Глава 1 Теоретико-методические подходы к изучению качества корпоративного управления в публичных компаниях	15
1.1 Качество корпоративного управления: теоретические основы и механизмы снижения агентских издержек	15
1.2 Роль качества корпоративного управления в формировании стоимости компании.....	31
1.3 Факторы качества корпоративного управления	41
Глава 2 Анализ качества корпоративного управления как фактора формирования стоимости российских публичных компаний	61
2.1 Трансформация структуры собственности российских компаний	61
2.2 Анализ влияния факторов качества корпоративного управления на капитализацию компании	78
2.3 Практика взаимодействия с розничными инвесторами.....	109
Глава 3 Разработка практических рекомендаций по повышению качества корпоративного управления в российских компаниях.....	124
3.1 Предложения по совершенствованию внутренних механизмов корпоративного управления	124
3.2 Практические рекомендации по повышению качества корпоративного управления	140
Заключение	161
Список литературы	165
Список иллюстративного материала.....	200
Приложение А Характеристика эмпирической базы исследования.....	202
Приложение Б Проверка моделей на робастность	208
Приложение В Проверка модеризирующей роли числа акционеров.....	209

Введение

Актуальность темы исследования. Цифровая трансформация за последние два десятилетия существенно изменила содержание «лучших практик» корпоративного управления, в том числе в сфере взаимодействия с инвесторами. Эти изменения затрагивают механизм формирования стоимости публичной компании и обуславливают необходимость пересмотра подходов к оценке качества корпоративного управления.

На макроэкономическом уровне рамки задачи заданы нормативно. Указом Президента Российской Федерации от 07.05.2024 № 309 закреплена национальная цель по увеличению капитализации фондового рынка до 66% от валового внутреннего продукта к 2030 году. Достижение этого показателя преимущественно за счет экстенсивных факторов представляется маловероятным, что смещает исследовательский и практический фокус к эндогенным драйверам роста стоимости российских компаний. Качество корпоративного управления относится к числу таких драйверов: оно формирует систему защиты прав инвесторов и оказывает непосредственное влияние на стоимость привлекаемого капитала, оставаясь при этом управляемой переменной на уровне отдельной компании.

Еще одно важное изменение касается самой структуры рынка. За последние пять лет состав его участников изменился радикально. В начале 2020 года физических лиц с открытыми брокерскими счетами было не более 4 млн, а к августу 2025 года их стало уже более 38 млн, то есть почти в десять раз больше. Доля частных инвесторов в объеме биржевых торгов акциями за тот же период выросла с 47% до 70-80%. Те, кто еще недавно находился на периферии рыночного спроса, теперь обеспечивают основную ликвидность и во многом задают цены акций публичных компаний, напрямую влияя на их волатильность и рыночную оценку.

Параллельно с этими процессами существенно изменился внешний контур рынка. После введения санкционных ограничений нерезиденты,

формировавшие значительную часть спроса на акции российских эмитентов, покинули рынок. Привычные каналы привлечения капитала на зарубежных площадках оказались закрыты или серьезно ограничены, а многие элементы корпоративной практики – включая раскрытие информации и взаимодействие с внешними стейкхолдерами – пришлось перестраивать в условиях сниженной международной конкуренции за инвестора.

Все это ставит принципиальный вопрос о применимости сложившихся стандартов корпоративного управления. Значительная часть рекомендаций действующего Кодекса корпоративного управления Банка России разрабатывалась исходя из конфигурации рынка, в которой ключевую роль играли иностранные институциональные инвесторы, а модель публичной компании предполагала дисперсную собственность и активный внешний мониторинг. Сегодняшняя ситуация этим предпосылкам соответствует лишь частично. Доминирующей силой на рынке стали розничные инвесторы, а институциональный сегмент представлен преимущественно российскими игроками. Насколько прежние рекомендации – касающиеся независимости совета директоров, устройства профильных комитетов, раскрытия информации и работы с миноритариями – продолжают создавать стоимость в новой среде, однозначного ответа не существует. Для части положений Кодекса корпоративного управления эмпирическая проверка на актуальных данных необходима, и такая проверка возможна только на достаточно широкой панельной выборке, включающей период наблюдаемых структурных сдвигов.

Кодекс корпоративного управления был принят Банком России в 2014 году и с тех пор прошло более одиннадцати лет. За этот период изменилось многое – структура собственности, состав советов директоров, стандарты раскрытия, поведение инвесторов. Обновление Кодекса корпоративного управления, обсуждаемое в настоящее время, естественным образом ставит вопрос о том, на каких эмпирических основаниях должны базироваться его новые редакции. Результаты настоящего исследования могут

послужить одним из таких оснований – прежде всего в части калибровки количественных ориентиров, касающихся состава совета директоров и функциональной архитектуры его комитетов, а также в части подходов к взаимодействию с выросшей базой розничных акционеров.

Задача увеличения капитализации, изменение структуры рынка, геополитическая перестройка институциональной среды и предстоящее обновление Кодекса корпоративного управления – вместе эти обстоятельства определяют актуальность настоящего исследования и обосновывают потребность в анализе факторов, формирующих рыночную стоимость российских публичных компаний, а также в разработке практических рекомендаций по повышению качества корпоративного управления.

Степень разработанности темы исследования. Проблема взаимосвязи качества корпоративного управления и стоимости компании, а также минимизации агентских издержек находится в центре внимания зарубежных и российских ученых на протяжении десятилетий.

Теоретический фундамент современных исследований корпоративного управления сформирован в работах классиков зарубежной экономической мысли. основополагающие положения о разделении собственности и контроля заложены А. Берли и Г. Минзом. Агентская теория получила развитие в трудах М. Дженсена, У. Меклинга и Ю. Фамы. Теория трансакционных издержек представлена работами Д. Норта и О. Уильямсона. Теоретические основы анализа прав собственности и неполных контрактов разработаны С. Гроссманом и О. Хартом. Концептуальные положения теории ограниченной рациональности сформулированы Г. Саймоном. Теория стейкхолдеров представлена работами Д. Вуда, Т. Дональдсона, Р. Митчелла, Л. Престона, Р.Э. Фримана и Б. Эгла. Альтернативные теоретические подходы, включающие теорию стюардшипа и теорию ресурсной зависимости, развиты в трудах Т. Дальциел, Дж. Дэвиса, Л. Дональдсона и А. Хиллман.

Институциональная перспектива исследования корпоративного управления, включая анализ правовой защиты инвесторов и сравнительной

природы моделей корпоративного контроля, получила развитие в работах Р. Вишни, Р. Ла Порты, Ф. Лопес-де-Силанеса и А. Шлейфера. Теория зависимости от траектории в эволюции корпоративных структур собственности раскрыта в исследованиях Л. Бебчука и М. Ро.

Эмпирические аспекты влияния качества корпоративного управления на стоимость фирмы и защиты прав акционеров исследованы П. Гомперсом, Дж. Ишии и Э. Метриком. Связь размера совета директоров и рыночной оценки компании рассмотрена в работах Д. Ермака. Влияние состава и функциональных характеристик совета директоров, его комитетов и механизмов мониторинга на эффективность компании исследовано Р.В. Агилера, М. Беднар, С. Бойви и К. Дальтоном.

Поведенческие аспекты розничного инвестирования, массовое участие физических лиц на фондовом рынке и механизмы реализации прав голоса миноритарных акционеров рассмотрены в работах А. Брава, М. Кейна и Дж. Зитника. Вопросы коллективного взаимодействия инвесторов с менеджментом и эффекты акционерного активизма раскрыты в исследованиях Т. Барко, М. Кремерса и Л. Реннебоога.

Среди российских ученых значительный вклад в изучение особенностей российской модели корпоративного управления, ее эволюции и специфики структуры собственности внесли Т.Г. Долгопятова, Р.И. Капелюшников, А.Д. Радыгин, И.И. Смотрицкая и Р.М. Энтов. Проблематика корпоративной собственности, механизмов корпоративного контроля и защиты прав акционеров в российских условиях раскрыта в трудах И.В. Беликова, И.Ю. Беляевой, В.К. Вербицкого и О.В. Даниловой. Вопросы эффективности компаний с государственным участием, специфики государственного корпоративного управления и качества управления в публичных компаниях с контролирующим собственником исследованы Г.Н. Мальгиновым, А.Д. Радыгиным, Н.Д. Фроловой и Х.П. Харчилавой. Развитие стейкхолдерского подхода и концепций устойчивого корпоративного управления, включая вопросы ESG-трансформации и взаимодействия

с заинтересованными сторонами, представлены в работах Б.С. Батаевой, И.В. Ивашковской, М.А. Измайловой и И.Н. Ткаченко.

Эмпирические исследования влияния характеристик совета директоров, профильных комитетов и систем вознаграждения на стоимости российских публичных компаний отражены в работах Е.Д. Вайсмана, М.А. Завертязевой, М.И. Емец, Н.С. Ереминой, Е.Ю. Макеевой, К.А. Попова и П.О. Щукиной. Вопросы раскрытия информации, дивидендной политики и ESG-рейтингов российских компаний раскрыты в трудах И.В. Березинец, А.А. Егоровой, А.А. Муравьева и Д.А. Чигиревой.

Несмотря на глубокую проработку классических аспектов теории и практики корпоративного управления, в научной литературе сохраняется исследовательский пробел. Существующие эмпирические исследования российского рынка опираются на фрагментарные выборки и ограниченные временные горизонты, что не позволяет провести системный анализ долгосрочной трансформации структуры собственности российских публичных компаний, охватывающий этап стремительного роста числа розничных инвесторов. Недостаточно изучено влияние характеристик совета директоров и его комитетов на рыночную стоимость публичных компаний в условиях российского рынка. Не раскрыта модерлирующая роль роста числа розничных инвесторов во взаимосвязи факторов качества корпоративного управления и рыночной стоимости российских публичных компаний.

Цель исследования состоит в разработке теоретико-методических основ и практических рекомендаций по повышению качества корпоративного управления, направленных на максимизацию стоимости российских публичных компаний в условиях значительного роста числа розничных инвесторов.

В соответствии с целью исследования поставлены следующие **задачи**:

– систематизировать теоретико-методические подходы к определению качества корпоративного управления и исследовать влияние цифровизации

фондового рынка на поведение розничных инвесторов и их роль в системе корпоративного контроля;

- провести анализ трансформации структуры собственности российских публичных компаний и выявить закономерности изменения соотношения количества розничных инвесторов и концентрации собственности;

- разработать модель влияния качества корпоративного управления на стоимость компании, включающую характеристики совета директоров, профильных комитетов и структуры собственности, и провести эконометрическую оценку значимости факторов для рыночной капитализации российских публичных компаний;

- разработать организационные меры по совершенствованию взаимодействия публичных компаний с розничными инвесторами, направленные на снижение информационной асимметрии и трансакционных издержек коллективных действий;

- предложить комплекс цифровых инструментов корпоративного управления для повышения качества коммуникаций с розничными инвесторами.

Объектом исследования являются российские публичные компании, акции которых обращаются или обращались на Московской бирже.

Предметом исследования выступают организационно-экономические отношения, возникающие в процессе реализации корпоративного контроля и определяющие влияние качества корпоративного управления на рыночную стоимость компании в условиях роста числа розничных инвесторов.

Область исследования. Диссертация выполнена в соответствии с п. 12. «Корпоративное управление. Формы и методы корпоративного контроля. Управление стоимостью фирмы» Паспорта научной специальности 5.2.6. Менеджмент (экономические науки).

Научная новизна исследования состоит в развитии теоретических положений о влиянии качества корпоративного управления на рыночную

стоимость компании и эмпирической верификации этого влияния на данных российских публичных компаний в условиях существенного роста числа розничных инвесторов на фондовом рынке.

Теоретическая значимость работы состоит в приращении научных знаний в области корпоративного управления применительно к развивающимся рынкам в условиях массового притока розничных инвесторов. На основе синтеза агентской теории, теории трансакционных издержек и теории прав собственности описано влияние асимметрии между издержками торговли акциями и издержками реализации прав корпоративного контроля на поведение розничных инвесторов и конфигурацию отношений в публичной компании. Обоснована применимость концепции конфликта «принципал-принципал» к условиям российского корпоративного сектора, характеризующегося сочетанием дисперсной миноритарной базы и концентрированного контроля у доминирующих блокхолдеров.

Практическая значимость работы заключается в разработке эмпирически обоснованных рекомендаций, реализация которых способствует повышению качества корпоративного управления и росту рыночной капитализации российских публичных компаний за счет снижения агентских издержек и требуемой инвесторами премии за риск. Предложенные рекомендации по оптимизации состава совета директоров, внедрению инструментов взаимодействия с акционерами применимы в деятельности IR-департаментов и служб корпоративного секретаря. Основные теоретические положения и результаты эмпирического анализа могут быть включены в программы высшего образования по направлению «Менеджмент», а также в программы повышения квалификации и профессиональной переподготовки специалистов при преподавании дисциплины «Корпоративное управление».

Методология и методы исследования. Теоретико-методологическую основу исследования составляют положения современной теории корпоративного управления, представленные синтезом агентской теории

(разделение собственности и контроля), теории стейкхолдеров (учет интересов заинтересованных сторон) и теории ресурсной зависимости (роль совета директоров), а также труды отечественных и зарубежных ученых в области корпоративного управления и стратегического менеджмента. В процессе исследования применялся комплекс общенаучных и специальных методов: системный анализ и синтез, сравнительный анализ, описательная статистика и анализ распределений, оценка отраслевой концентрации на основе индекса Херфиндаля-Хиршмана, корреляционный анализ, эконометрическое моделирование на панельных данных с использованием модели с фиксированными эффектами отрасли и года и стандартными ошибками, кластеризованными на уровне компании. Обработка и анализ данных выполнены с использованием языка Python в среде Jupyter Notebook (сбор, парсинг и визуализация данных), языка R в среде RStudio (эконометрическое моделирование) и Wolfram Mathematica (расчеты).

Информационная база исследования включает нормативно-правовые акты Российской Федерации, правовые акты рекомендательного характера Банка России, российскую и зарубежную академическую литературу. Эмпирическую базу составляет авторская панельная выборка, охватывающая 220 российских публичных компаний за период с 2005 года по 2025 год. Источниками данных послужили ежеквартальные отчеты эмитентов, раскрываемые в системе «Центр раскрытия корпоративной информации», консолидированная финансовая отчетность компаний и рыночные данные Московской биржи. Сформированная база данных «RuCGD – Характеристики советов директоров и их комитетов, исполнительных органов и структуры собственности 220 российских публичных акционерных обществ за 2005-2025 гг.» зарегистрирована Федеральной службой по интеллектуальной собственности (свидетельство о государственной регистрации базы данных № 2026670015).

Элементы научной новизны выражаются в следующих **положениях, выносимых на защиту**:

1) на основе синтеза теории транзакционных издержек, агентской теории и теории прав собственности доказано, что процесс цифровизации финансового рынка и корпоративного контроля привел к асимметрии издержек на куплю-продажу акций и реализацию прав контроля; обосновано, что сохраняющийся дисбаланс усиливает проблему «безбилетника», при которой розничный инвестор превращается в пассивного держателя актива – квази-кредитора, ориентированного на доход, но фактически не принимающего участия в корпоративном контроле (С. 15-26);

2) обосновано, что стимулированный цифровизацией рост числа розничных инвесторов в российской системе корпоративного управления приводит к ее трансформации в гибридное состояние, характеризующееся одновременным количественным ростом числа миноритарных акционеров и усилением концентрации контроля в руках доминирующих блокхолдеров; доказан разрыв между формальным распылением собственности и реальным распределением корпоративной власти на основе анализа данных российских публичных компаний: рост медианного числа лиц, включенных в списки для участия в общих собраниях акционеров сопровождается ростом среднего индекса Херфиндаля-Хиршмана, отражающего степень концентрации собственности (С. 67-72);

3) разработана модель влияния качества корпоративного управления на стоимость компании, включающая характеристики совета директоров, профильных комитетов и структуры собственности; на основе эконометрического анализа панельных данных идентифицированы нелинейные зависимости между качеством корпоративного управления и рыночной стоимостью публичной компании: доля независимых директоров демонстрирует перевернутую U-образную связь с оптимумом в диапазоне 40-43%, вовлеченность директоров в работу комитетов выступает предиктором стоимости, а наличие комитета по корпоративному

управлению – единственным профильным комитетом, ассоциированным с премией к капитализации; при этом концентрация собственности и доля государственного участия не оказывают статистически значимого влияния на стоимость, а число миноритарных акционеров не модерирует выявленные зависимости (С. 87-104);

4) установлена необходимость создания специализированных органов корпоративного управления для взаимодействия с розничными инвесторами: формирование профильного комитета при совете директоров, введение должности корпоративного омбудсмана и развитие партнерства корпоративных отделов по взаимодействию с акционерами и инвесторами с профессиональными ассоциациями розничных инвесторов; обосновано, что реализация данных мер способна снизить информационную асимметрию, повысить вовлеченность акционеров за счет снижения издержек коллективных действий и тем самым оказать положительное влияние на рыночную стоимость компании (С. 141-145);

5) предложен комплекс цифровых инструментов корпоративного управления, направленный на совершенствование коммуникаций и взаимодействия с розничными инвесторами; в него входят технологии искусственного интеллекта для поддержки акционеров, системы распределенного реестра для верификации прав акционеров, а также алгоритмы сентимент-анализа сообщений о компании в средствах массовой информации и социальных сетях; обосновано, что внедрение данных инструментов способствует повышению открытости и прозрачности деятельности компании, оказывая позитивное влияние на ее деловую репутацию и рыночную стоимость (С. 147-153).

Степень достоверности, апробация и внедрение результатов исследования. Достоверность результатов исследования обеспечивается репрезентативностью панельной выборки за 20 лет, использованием робастных методов эконометрического анализа, а также опорой

на фундаментальные теоретические положения и обширный массив современных научных публикаций.

Основные результаты исследования апробированы на научно-практических конференциях: на VI Всероссийской научно-практической конференции «Финансы и корпоративное управление в меняющемся мире» (Москва, Финансовый университет, 26 сентября 2024 г.); на VII Всероссийской научно-практической конференции «Корпоративные финансы и управление в меняющемся мире» (Москва, Финансовый университет, 25 сентября 2025 г.).

Материалы диссертации используются в практической деятельности Управления по работе с инвесторами Банка ВТБ (ПАО). В частности, применяются разработанные автором методические подходы к совершенствованию системы коммуникаций с акционерами: комплекс мер, направленный на снижение информационной асимметрии и повышение прозрачности, в том числе при подготовке материалов для общих собраний и раскрытии информации. Внедрены рекомендации по использованию цифровых инструментов мониторинга информационного поля и механизмов обратной связи, рассматриваемые как факторы снижения транзакционных издержек взаимодействия с акционерами. Предложения по развитию внутренних подходов к оценке качества корпоративного управления используются при подготовке аналитических материалов и позиционировании Банка ВТБ (ПАО). Отдельные положения исследования интегрированы в практики взаимодействия с инвестиционным сообществом, что способствует повышению эффективности коммуникаций и развитию долгосрочных отношений с акционерами.

Материалы диссертации используются Институтом финансовых технологий и экономической безопасности ФГАОУ ВО «Национальный исследовательский ядерный университет «МИФИ» в преподавании учебной дисциплины «Корпоративное управление» для студентов, обучающихся по специальности 38.05.01 «Экономическая безопасность» и направлению

подготовки 38.04.01 «Экономика». В лекционный курс включены выводы о трансформации российской системы корпоративного управления в гибридное состояние и результаты анализа асимметрии транзакционных издержек. В практические занятия внедрена разработанная автором модель оценки влияния факторов качества корпоративного управления на рыночную стоимость компаний. Обоснование создания специализированных органов для взаимодействия с розничными инвесторами включено в тематику курсовых работ, а комплекс цифровых инструментов корпоративного управления интегрирован в рабочую программу дисциплины в целях изучения современных технологий взаимодействия с инвесторами.

Апробация и внедрение результатов исследования подтверждены соответствующими документами.

Публикации. Основные положения и результаты исследования нашли отражение в 19 публикациях общим объемом 13,45 п.л. (авторский объем – 13,05 п.л.), в том числе 12 статей общим объемом 10,97 п.л. (авторский объем – 10,57 п.л.) опубликованы в рецензируемых научных изданиях, определенных ВАК при Минобрнауки России, из которых 1 статья общим объемом 1,80 п.л. (авторский объем – 1,40 п.л.) опубликована в издании, индексируемом в цитатно-аналитической базе RSCI.

Структура и объем диссертации отражают логику исследования и соответствуют поставленной цели и задачам. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы из 244 наименований, списка иллюстративного материала и трех приложений. Текст диссертации изложен на 210 страницах, содержит 18 таблиц, 10 рисунков и три формулы.

Глава 1

Теоретико-методические подходы к изучению качества корпоративного управления в публичных компаниях

1.1 Качество корпоративного управления: теоретические основы и механизмы снижения агентских издержек

Механизмы корпоративного управления подразделяются на внутренние, такие как совет директоров, система вознаграждений, и внешние, включающие рынок корпоративного контроля, правовую систему и институты аудита, при этом именно внутренние механизмы формируются в границах самой фирмы и служат первичным контуром контроля [239]. Теоретическую основу исследований в данной области составляют три ключевых направления: агентская теория, теория стоимости фирмы и исследования функционирования советов директоров [227, с. 42]. Синтез указанных подходов позволяет выстроить строгую логику исследования и обосновать, почему в специфических институциональных условиях определенные группы инвесторов оказываются исключены из контура принятия решений.

Основополагающей теоретической базой для анализа корпоративных отношений выступает агентская теория. Разделение функций владения и оперативного управления порождает объективный конфликт интересов между принципалами, то есть акционерами, и агентами, то есть менеджерами. Как отмечают классики агентской теории, фирма представляет собой юридическую конструкцию, объединяющую систему контрактных отношений между различными индивидами [168, с. 310]. В рамках данной концепции агентские издержки определяются как совокупность трех компонентов: издержек мониторинга со стороны принципала, издержек самоограничения агента и невозмещаемых остаточных потерь [168, с. 308]. Поскольку агент стремится к максимизации собственной полезности, его интересы расходятся с интересами поставщиков капитала, что делает необходимым создание

структур защиты [11, с. 114]. При этом ожидаемые будущие затраты на мониторинг напрямую снижают стоимость требований внешних акционеров к фирме, так как рынок закладывает эти издержки в цену акций [168, с. 323-324].

Агентская проблема неизбежно присутствует в любых иерархических организациях, требуя значительных ресурсных затрат на оценку результатов работы агентов [13, с. 31]. Суть данного конфликта заключается в асимметричном распределении информации: менеджеры обладают полнотой данных о реальном состоянии дел, тогда как акционеры вынуждены довольствоваться агрегированной отчетностью [37, с. 109]. Информационная асимметрия порождает издержки неблагоприятного отбора, что снижает общую стоимость компании из-за неэффективного распределения ресурсов [164]. В ситуациях, когда конкурентное давление товарных рынков или рынков капитала слабо, мониторинг со стороны внутренней системы контроля становится наиболее важным механизмом защиты [167, с. 323]. Любая дополнительная, даже несовершенная информация о действиях агента позволяет улучшить контракт и повысить общее благосостояние сторон [160, с. 75].

Теория трансакционных издержек дополняет агентский подход, объясняя природу издержек контроля. Трансакционные издержки состоят из затрат на измерение ценных характеристик объекта обмена и затрат на принуждение к исполнению соглашений [13, с. 27]. В корпоративном контексте это означает издержки на поиск информации, ведение переговоров и мониторинг соблюдения контрактов [190]. Базовая проблема экономической организации заключается в создании структур управления, которые экономят на ограниченной рациональности и одновременно защищают участников от рисков оппортунизма [16, с. 41; 235, с. 246].

Теория ограниченной рациональности объясняет поведенческие паттерны инвесторов. Рациональность индивида жестко лимитирована его вычислительными способностями и стоимостью сбора информации [215, с. 3].

Сложные организационные структуры создаются именно как механизм преодоления когнитивных ограничений в условиях неопределенности [223, с. 501]. Если альтернативы не даны изначально, субъект вынужден нести издержки на их поиск, что заставляет его прекращать анализ при достижении приемлемого, то есть удовлетворительного, а не оптимального результата [223, с. 502]. В ситуациях сложного выбора агенты используют упрощенные функции выигрыша, разделяя исходы на приемлемые и неприемлемые [215, с. 5]. Для розничного инвестора это означает отказ от глубокого анализа корпоративного управления в пользу простых эвристик.

Теория прав собственности вносит ясность в распределение полномочий. Собственность определяется как покупка остаточных прав контроля в условиях, когда спецификация всех прав в контракте слишком затратна [153, с. 692]. В корпорации акционеры как группа обладают этим контролем, но в силу высоких трансакционных издержек делегируют его совету директоров [153, с. 694]. Определяющей характеристикой ценных бумаг выступают именно права голоса, позволяющие инвесторам извлекать доход и сдерживать менеджеров [178, с. 1114]. Однако акции публичных компаний позволяют полностью отделить несение рисков от управления, приводя к специализации: одни агенты управляют решениями, а другие исключительно несут остаточный риск [139, с. 312].

Рассмотренные теоретические подходы анализируют корпоративные отношения с различных позиций, однако их совместное применение раскрывает общую закономерность: каждая теория независимо от исходных предпосылок фиксирует механизм, посредством которого розничный акционер утрачивает возможность реального участия в управлении. Агентская теория указывает на экономическую нецелесообразность индивидуального мониторинга, теория трансакционных издержек – на запретительную стоимость верификации и принуждения, теория ограниченной рациональности – на когнитивную невозможность переработки всей

релевантной информации, теория прав собственности – на обесценивание формальных прав голоса в условиях концентрированного контроля. Эти барьеры действуют не альтернативно, а кумулятивно: розничный инвестор сталкивается с ними одновременно, что превращает его исключение из контура управления из случайного следствия в структурную неизбежность. Для систематизации выявленных ограничений и их проекции на механизмы решения в рамках корпоративного управления концептуальные положения обобщены в таблице 1.

Таблица 1 – Синтез теоретических подходов к анализу качества корпоративного управления

Теоретический подход	Ключевая проблема	Механизм решения в рамках корпоративного управления	Ограничения для миноритарных инвесторов
Агентская теория	Конфликт интересов между принципалом и агентом; информационная асимметрия	Создание системы внутреннего мониторинга (совет директоров) и механизмов гарантий	Издержки мониторинга ложатся на акционера; мелким инвесторам экономически невыгодно их нести
Теория транзакционных издержек	Оппортунизм менеджеров и высокие издержки на измерение результатов и принуждение к контракту	Формирование специализированных структур управления, экономящих на ограниченной рациональности	Издержки на верификацию информации и юридическую защиту превышают размер инвестиций миноритария
Теория ограниченной рациональности	Когнитивные пределы обработки информации; поиск удовлетворительного, а не оптимального решения	Делегирование сложных решений профессиональным посредникам или органам управления	Неспособность самостоятельно анализировать сложную корпоративную и ESG-отчетность
Теория прав собственности	Неполнота контрактов; необходимость распределения остаточных прав контроля	Наделение акционеров правом голоса для смены неэффективного менеджмента	Права голоса обесцениваются из-за проблемы коллективного действия и доминирования мажоритариев

Источник: составлено автором на основе [16; 153; 168; 223].

Как следует из данных таблицы 1, каждая из классических теорий выявляет специфические барьеры, препятствующие прямому участию розничных акционеров в управлении компанией. Вместе с тем все четыре подхода сходятся в одном: по мере роста числа участников и усложнения организационной структуры издержки индивидуального контроля возрастают нелинейно, превращая мелкого инвестора в пассивного наблюдателя.

Этот вывод приобретает особую остроту при переходе от абстрактной модели к анализу реальных конфигураций собственности.

Эволюция корпоративных отношений демонстрирует, что классическая модель А. Берли и Г. Минза, предполагающая конфликт между всевластным менеджментом и однородной массой распыленных акционеров (агентский конфликт I типа), не отражает реальности большинства современных рынков. Модель корпорации с распыленной собственностью является исключением, характерным лишь для стран с экстраординарно сильной защитой прав инвесторов, тогда как в глобальном масштабе доминирует концентрированная собственность семей или государства [176, с. 471].

В условиях концентрированной собственности главный конфликт разворачивается не между менеджерами и акционерами, а между контролирующими мажоритариями и внешними миноритарными инвесторами – агентский конфликт II типа, или горизонтальный конфликт «принципал-принципал» [177, с. 15]. Мажоритарные акционеры получают возможность диктовать стратегию и извлекать ресурсы в своих интересах, нанося прямой ущерб правам миноритариев [196].

Концентрация контроля порождает двойственный эффект. С одной стороны, крупный собственник решает проблему «безбилетника» для самого себя: обладая значительной долей, он имеет стимулы собирать информацию и осуществлять мониторинг менеджмента, поскольку поиск улучшений в компании представляет собой общественное благо, основным потребителем которого он же и является [220, с. 753; 221, с. 461-462]. С другой стороны, те же полномочия создают риск экспроприации: контролирующие акционеры обладают и стимулами, и возможностями изымать богатство у миноритариев [176, с. 474]. В странах с развивающейся экономикой высокая концентрация собственности и слабые механизмы правовой защиты приводят к систематической экспроприации интересов миноритарных акционеров [208, с. 225]. Описанная закономерность в полной мере проявляется в российских публичных компаниях.

Российский корпоративный сектор формировался в условиях интенсивного заимствования западных институтов, однако модель, основанная на распыленной структуре собственности, оказалась нежизнеспособной, уступив место инсайдерской модели [31, с. 131-132]. Причины этого сдвига носят системный характер. Для внешних инвесторов (аутсайдеров) транзакционные издержки доступа к правам собственности и контролю многократно превышали аналогичные издержки инсайдеров [28, с. 373], а низкая начальная ценность миноритарных пакетов – следствие того, что практически вся прибыль концентрировалась у контролирующих групп – облегчала дальнейшую консолидацию капитала [64, с. 37].

Сложившаяся модель опирается на жесткую иерархию и концентрацию власти в руках узкого круга лиц. Доминирует модель «исполнительной вертикали», при которой контролирующий акционер подчиняет себе и менеджмент, и совет директоров, нивелируя влияние других групп инвесторов [54, с. 141; 59, с. 20]. Мажоритарные собственники считают необходимым активно участвовать в принятии всех важных решений, осуществляя избыточный контроль [25, с. 116-117]. Государство, в свою очередь, формирует дополнительные инструменты контроля, совмещая функции макроэкономического регулятора и собственника [26, с. 15].

В результате на российском рынке формируется гибридная структура собственности, сочетающая два, казалось бы, противоположных процесса. С одной стороны, сохраняется и усиливается концентрация контроля у мажоритариев. С другой – наблюдается масштабный приток миллионов розничных инвесторов на фондовый рынок. Эти процессы не противоречат друг другу: крупные собственники стремятся привлечь средства широкой публики, одновременно выстраивая защитные механизмы для сохранения полного контроля над компанией [38, с. 9-10]. Сосуществование единственного крупного акционера и множества диверсифицированных

миноритариев порождает эндогенный конфликт интересов относительно принимаемых компанией рисков [211].

Возникает ситуация, в которой рынок корпоративного контроля и рынок миноритарного капитала функционируют параллельно и изолированно друг от друга. В странах с гибридной моделью корпоративного управления, тяготеющих к континентальной системе права, миноритарные акционеры обладают лишь хрупкой защитой и полностью зависят от решений контролирующих лиц [189, с. 33, 51]. Классическая модель, предполагающая реализацию влияния акционеров исключительно через механизмы формального голосования, устарела; в действительности различные группы собственников формируют параллельные контуры давления [146, с. 93-94]. Именно в этой гибридной конфигурации цифровизация порождает эффект, не предусмотренный ни одной из классических моделей.

Ключевым катализатором трансформации корпоративных отношений в последние годы выступает цифровизация. Ускоренная цифровизация экономики меняет формат взаимодействия компаний со стейкхолдерами, многократно увеличивая скорость обмена данными [9, с. 26-27]. Развитие брокерских приложений существенно упростило и удешевило процесс выхода физических лиц на биржу, снизив транзакционные издержки входа [243, с. 7, 24]. Цифровизация торговли устранила традиционные рыночные барьеры, создав среду, стимулирующую частое совершение сделок [90].

Однако цифровизация породила принципиальную асимметрию. Издержки купли-продажи акций (издержки торговли) снизились практически до нуля, тогда как издержки реализации прав контроля – анализ отчетности, участие в собраниях, выдвижение кандидатов – остались чрезмерно высокими [47]. Ожидания от цифровизации в части повышения прозрачности и учета интересов миноритариев не оправдались, что подтверждается российской практикой игнорирования прав мелких акционеров [23, с. 19]. Доступность информации в социальных сетях не повышает качество

аналитики со стороны розничных инвесторов, а, напротив, усиливает их поведенческие искажения и искажает восприятие риска [214, с. 957]. Розничные инвесторы находятся в невыгодном информационном положении: им не хватает ресурсов для анализа истинных мотивов управленческих решений [185].

Описанная асимметрия издержек многократно усиливает классическую проблему коллективных действий. Ядро этой проблемы состоит в расхождении между индивидуальными и коллективными стимулами: выгоды от мониторинга менеджмента распределяются пропорционально долям всех акционеров, тогда как издержки целиком ложатся на инициатора [126, с. 1156; 221, с. 461-462]. Предельный эффект от голоса мелкого акционера близок к нулю, что провоцирует массовый отказ от участия в принятии решений [231]. Каждый инвестор имеет стимул уклоняться от мониторинга, полагаясь на усилия других, – проблема коллективного действия второго порядка [224, с. 120].

Эмпирические данные подтверждают масштаб проблемы. Без использования онлайн-инструментов уровень участия акционеров в общих собраниях составляет около 0,04% [147, с. 1033]. Высокая концентрация акционерного капитала дополнительно снижает стимулы к участию, так как исход голосования predetermined [127]. Законодательство Российской Федерации устанавливает барьер в 2% голосующих акций для выдвижения кандидатов в совет директоров и внесения вопросов в повестку дня [1], что де-юре отсекает розничных инвесторов, обладающих долями процента, от прямого участия в корпоративном контроле.

Следствием описанной асимметрии издержек и проблемы коллективных действий выступает проблема рациональной апатии: индивидуальные издержки мониторинга для миноритария превышают предельную выгоду, что фиксирует систему в субоптимальном равновесии [10, с. 153; 44, с. 58]. Осуществление прямого корпоративного контроля сопряжено с проблемой «безбилетника», поэтому инвесторы предпочитают экономить на издержках

мониторинга [22, с. 19]. Фрагментация прав собственности выступает серьезным препятствием для контроля, оставляя инвесторам лишь два пути влияния: реализацию права голоса или выход из капитала [71, с. 131; 211]. Традиционное правило Уолл-стрит гласит, что недовольный акционер должен просто продать свои акции [12, с. 9].

Отказ от стратегии «голоса» в пользу стратегии «выхода» преобразует экономическую природу розничного инвестора. Владелец акций фактически обменивает право контроля над корпорацией на ликвидность своих бумаг, смещая интерес от управления реальными активами к рыночным котировкам [11, с. 251-252]. В условиях корпоративной системы акционер утрачивает контроль над своим богатством, превращаясь исключительно в поставщика капитала и носителя риска, чья позиция становится практически неотличимой от позиции держателя облигаций или кредитора [11, с. 297]. Портфельные инвесторы не заинтересованы в управлении компанией: их отношения ограничиваются финансовым аспектом [71, с. 130]. Поведение большинства розничных инвесторов отличается от нормативного идеала собственника: они торгуют слишком часто и предпочитают спекулятивные стратегии [172]. В условиях недостатка надежных данных инвесторы дисконтируют объективную информацию и формируют оценки, опираясь преимущественно на преобладающие настроения рынка [218].

Таким образом, в рамках диссертационного исследования вводится и обосновывается статус розничного инвестора как квази-кредитора – субъекта, поставляющего акционерный капитал, но отказывающегося от прав контроля вследствие рациональной апатии, обусловленной чрезмерно высокими издержками мониторинга. Данный статус отличается от классического кредитора по трем ключевым параметрам. Во-первых, приобретая статус акционера, инвестор отказывается от индивидуальных прав кредитора в пользу агрегированных прав класса акционеров, что лишает его возможности напрямую влиять на решения [157, с. 398]. Во-вторых, в отличие от кредиторов, чьи риски снижаются за счет залогов или краткосрочности

займов, акционеры несут остаточный риск без привязки к конкретным активам: им не гарантированы выплаты и они не могут истребовать залог [16, с. 159; 220, с. 764]. В-третьих, в компаниях с высокой долговой нагрузкой банки-кредиторы жестко требуют прозрачности и успешно реализуют функцию контроля, тогда как розничные инвесторы лишены таких возможностей из-за дисперсности капитала [18, с. 27; 91, с. 662, 672]. Портфельные инвесторы, приобретая миноритарные пакеты, объективно не могут рассчитывать на прямое участие в управлении, что делает их крайне чувствительными к качеству корпоративного управления [21, с. 116]. В условиях неопределенности дивидендные выплаты служат для таких инвесторов более информативным сигналом, чем показатели прибыли [204, с. 63]. С позиций агентской теории, для квази-кредитора любые инвестиции компании в побочные инициативы воспринимаются как нецелевое расходование ресурсов и экспроприация богатства менеджерами [148, с. 337].

Однако статус квази-кредитора не является неизбежным. Теория коллективных действий предсказывает два пути преодоления проблемы безбилетника в больших группах, каждый из которых направлен на устранение одного из компонентов выявленной асимметрии издержек.

Первый путь – создание институциональных посредников, агрегирующих разрозненные интересы и снижающих издержки координации. Значительная часть акционерного капитала в мире аккумулируется через финансовых посредников, однако конечные бенефициары остаются пассивными [146, с. 101]. Пассивные инвестиционные фонды не имеют стимулов инициировать корпоративные изменения: они представляют собой класс инвесторов, не получающих немедленной выгоды от улучшений на уровне компании [82, с. 342; 232, с. 1074]. Увеличение доли пассивных инвесторов негативно сказывается на высокзатратных механизмах контроля [216]. В отличие от розничных инвесторов, активные институциональные инвесторы влияют на управление через

скоординированный активизм и непубличные стратегии [150]. Однако на российском рынке этот институциональный путь пока не получил значительного развития: отсутствуют влиятельные ассоциации розничных инвесторов, а институт стюардшипа остается в зачаточном состоянии.

Второй путь – снижение предельных издержек мониторинга через алгоритмизацию и цифровые решения до уровня, при котором индивидуальное участие становится рационально оправданным. Широкое применение информационно-коммуникационных технологий снижает затраты инвесторов на поиск информации и уменьшает асимметрию [74, с. 681]. Цифровое корпоративное управление позволяет преодолеть традиционную бюрократию, обеспечивая дематериализацию операций и устранение посредников [78]. Применение смарт-контрактов способствует инклюзивному принятию решений, позволяя участвовать дистанционно [83]. Технологии распределенного реестра обладают потенциалом для устранения информационной асимметрии и существенного снижения транзакционных издержек контроля, обеспечивая прозрачность транзакций и снижая агентские издержки [56, с. 29; 166]. Внедрение цифровых платформ направлено на снижение транзакционных издержек и повышение доверия, предоставляя возможность участия ранее пассивным участникам [192, с. 329]. Однако на данный момент эти цифровые инструменты не внедрены в архитектуру российского корпоративного управления на системном уровне.

В терминах выявленной асимметрии: первый путь создает организационную инфраструктуру, компенсирующую высокие издержки контроля (посредники берут их на себя). Второй путь устраняет сами издержки, снижая их до уровня, сопоставимого с издержками торговли. На текущем российском рынке оба пути реализованы в ограниченной мере: отсутствуют влиятельные ассоциации инвесторов, а цифровые инструменты мониторинга и голосования используются фрагментарно. Это способствует сохранению рациональной апатии розничных инвесторов как устойчивого,

хотя и институционально преодолимого состояния. При этом оба пути не сталкиваются с принципиальными правовыми или технологическими барьерами. Их ограниченная реализация обусловлена в первую очередь инерцией институциональной среды, а не объективной невозможностью внедрения.

Оба пути не содержат правовых или технологических препятствий, исключающих их внедрение. Их нереализованность является следствием инерции институциональной среды, а не принципиальной невозможности. Систематизация трех классов издержек – торговли, мониторинга и координации, – их трансформации под воздействием цифровизации и соответствующих механизмов преодоления представлена в таблице 2.

Таблица 2 – Классификация издержек инвестора и механизмов преодоления рациональной апатии

Тип издержек	Экономическая суть	Влияние цифровизации	Последствия для розничного инвестора	Пути преодоления
Издержки торговли (выхода)	Затраты на совершение сделок купли-продажи акций, комиссии брокеров, доступ к бирже	Радикальное снижение практически до нуля (мобильные приложения, нулевые комиссии)	Выбор стратегии «выхода» (продажа акций) при любом недовольстве; гиперреактивность на рыночный шум	Не требуется; рынок ликвидности функционирует эффективно
Издержки координации (участия)	Затраты на объединение с другими миноритариями, участие в собраниях, выдвижение кандидатов	Незначительное снижение. Правовые барьеры (порог 2%) и бюрократия сохраняют издержки высокими	Проблема «безбилетника». Исключение из контура принятия стратегических решений	Путь 1: институциональные посредники (ассоциации, омбудсмены) и блокчейн-голосование
Издержки мониторинга (контроля)	Затраты времени и ресурсов на анализ отчетности, оценку качества управления, выявление оппортунизма	Остались запретительно высокими; информационный хаос (расхождение ESG-рейтингов) усложнил анализ	Рациональная апатия; отказ от самостоятельного анализа; статус квази-кредитора	Путь 2: алгоритмизация контроля (ИИ-ассистенты, сентимент-анализ) для существенного удешевления аналитики

Источник: составлено автором на основе [14; 78; 126; 221].

Анализ данных таблицы 2 показывает, что при неработающих путях преодоления проблемы безбилетника розничный инвестор остается

беззащитным перед агентскими рисками. В этих условиях критическое значение приобретает работоспособность внутренних механизмов корпоративного управления, поскольку внешние механизмы сталкиваются с серьезными ограничениями.

Последовательный анализ внешних каналов снижения агентских издержек демонстрирует их неработоспособность в российском контексте. Рынок корпоративного контроля (враждебные поглощения) подвержен политическому влиянию и не гарантирует защиту прав [22, с. 22; 171, с. 423]. Долговое давление ограничено: в условиях гибридной структуры собственности кредиторы взаимодействуют напрямую с мажоритарием, минуя интересы миноритариев. Конкуренция на товарных рынках не всегда заставляет компании отказаться от неэффективных структур, если последние приносят инсайдерам частные выгоды [98, с. 151]. Правовая защита миноритариев неэффективна из-за непреодолимо высоких барьеров доступа и значительных судебных издержек: мелкие акционеры редко имеют достаточные экономические стимулы для защиты своих прав в суде [120, с. 25-26; 157, с. 411]. В странах с переходной экономикой, включая Российскую Федерацию, права акционеров систематически нарушаются из-за неэффективности правоприменительных институтов, несмотря на импорт передового законодательства [106, с. 166]. При слабости внешних механизмов роль внутренних механизмов управления существенно возрастает [103, с. 197].

Следовательно, совет директоров остается единственным функционирующим каналом снижения агентских издержек. Совет директоров несет главную ответственность за мониторинг деятельности менеджмента, предотвращение конфликтов интересов и балансировку требований внутри компании [8, с. 34]. Он возникает эндогенно как специализированная структура управления для защиты инвестиций акционеров, находящихся в невыгодном положении из-за диффузного характера вложений [16, с. 157-158]. Общей вершиной системы контроля за решениями

является совет директоров, обладающий полномочиями ратифицировать и контролировать важные решения, при этом контроль агентских проблем требует, чтобы функции ратификации и мониторинга были отделены от функций инициации и реализации [139, с. 304, 311]. Совет выступает важнейшим информационным механизмом, позволяющим акционерам контролировать оппортунизм топ-менеджмента [135, с. 59].

Однако мониторинг со стороны совета наталкивается на собственные ограничения. Результаты работы совета носят исключительно когнитивный характер и зависят от качества группового взаимодействия [144, с. 491-492]. Это обстоятельство делает состав совета, его структуру и функциональную нагрузку членами ключевыми детерминантами эффективности.

Агентская теория, акцентирующая контрольную функцию совета, получает необходимое дополнение со стороны двух смежных подходов.

Теория стюардшипа предполагает, что менеджеры могут быть изначально мотивированы на эффективное управление, поэтому структура должна наделять их полномочиями, а не только контролировать [132, с. 50-51]. При этом финансовые стимулы сами по себе не обеспечивают более высокую доходность, что подчеркивает значимость структурных механизмов [132, с. 56]. Теория ресурсной зависимости утверждает, что эффективный совет служит мостом между организацией и внешней средой, обеспечивая доступ к ресурсам [100, с. 978-979]. Интеграция обоих подходов с агентской теорией необходима для понимания совокупного влияния совета на результаты: он одновременно осуществляет мониторинг, обеспечивает доступ к ресурсам и принимает стратегические решения [86; 159, с. 383].

Если агентская теория и теория ресурсной зависимости определяют функции совета, то стейкхолдерский подход задает нормативную перспективу, в которой положение розничного инвестора приобретает особое значение. Корпорация обязана урегулировать конфликтующие требования различных групп для обеспечения устойчивости [190], а качество

корпоративного управления создает стоимость за счет эффективного распределения прав и обязанностей между советом и стейкхолдерами [75]. Вместе с тем информационная асимметрия и диффузия контроля внутри групп стейкхолдеров препятствуют консолидации ресурсов, а права акционеров ослабляются из-за распыленности собственности и высоких агентских издержек [133, с. 79, 81-82].

Применительно к розничным инвесторам стейкхолдерский подход выявляет ключевое противоречие. Розничные инвесторы обладают нормативной легитимностью (они законные совладельцы), но лишены утилитарной власти (не имеют механизмов влияния на принимаемые решения). Такие «зависимые стейкхолдеры» нуждаются в опекунов со стороны более могущественных механизмов управления [92; 191, с. 876-877]. Доминирующие стейкхолдеры (мажоритарии) формируют коалицию, чьи интересы гарантированно учитываются, тогда как группы, не обладающие механизмами влияния на выборы директоров, лишены возможности воздействовать на решения [99; 191, с. 876]. В российской практике миноритарные акционеры обладают лишь номинальным статусом, решения принимаются в интересах мажоритариев [70, с. 37, 48].

Этот диагноз ставит перед корпоративным управлением конкретную задачу: интегрировать голос миноритарных стейкхолдеров в контур принятия решений. Активное участие миноритариев критически важно в компаниях с концентрированной собственностью для ограничения извлечения частных выгод [241]. Интеграция голоса маргинализированных стейкхолдеров является частью инклюзивного управления [175]. Вектор развития в Российской Федерации направлен на переход к стейкхолдерской модели, что требует выстраивания механизмов учета интересов различных групп [55]. Организация экономического сотрудничества и развития (далее – ОЭСР) рекомендует поощрять координацию инвесторов для преодоления асимметрии издержек [8, с. 18].

Вместе с тем реализация описанных теоретических предписаний наталкивается на проблему формального соответствия. Однако многие механизмы корпоративного управления в российских компаниях носят исключительно формальный характер [55, с. 7]. Практика управления стагнирует и сводится к формальному соответствию, поскольку контролирующие акционеры не желают делиться реальными полномочиями с советом [101, с. 439]. Формальное наличие атрибута не гарантирует его работоспособности: внешняя оценка совета может маскировать конфликт интересов, а анализ работы советов показывает перекося в сторону заочного голосования, что негативно сказывается на качестве решений [48]. Формальное соблюдение принципов ОЭСР не транслируется в рост рыночной капитализации [67, с. 11]. Специфика российского сектора приводит к смещению роли совета от контролирующей к консультативной [202].

Проблема формального соответствия не отменяет значимости совета директоров как механизма, но ставит принципиальный вопрос о том, какие конкретные характеристики совета и его комитетов транслируются в стоимость. Необходимо разграничить формальные атрибуты управления (наличие комитета, доля независимых) и их функциональное наполнение (реальная вовлеченность директоров). Это разграничение является центральным для последующего эмпирического анализа.

Резюмируя вышеизложенное, можно констатировать, что асимметричная цифровизация, снизившая издержки торговли при сохранении чрезмерно высоких издержек мониторинга, преобразовала природу розничного инвестора, превратив его в пассивного квази-кредитора. При неработающих внешних механизмах контроля совет директоров остается единственным функционирующим каналом снижения агентских издержек и защиты стоимости компании. Если совет директоров – ключевой механизм, необходимо установить, через какие каналы качество корпоративного управления транслируется в рыночную стоимость и почему эмпирические результаты этой связи противоречивы.

1.2 Роль качества корпоративного управления в формировании стоимости компании

Как установлено в параграфе 1.1, в условиях неэффективности внешних механизмов контроля и заблокированных путей преодоления проблемы «безбилетника» совет директоров остается единственным функционирующим каналом снижения агентских издержек. Логика диссертационного исследования требует перехода от теоретической констатации данного факта к детальному анализу механизмов, посредством которых качество корпоративного управления транслируется в рыночную оценку бизнеса. Стоимость компании в контексте настоящей работы рассматривается не как самостоятельный объект финансового моделирования, а как зависимая переменная, отражающая степень эффективности применяемых управленческих практик и уровень защиты прав инвесторов. Национальные стандарты закрепляют необходимость формализованного подхода к оценке качества корпоративного управления, указывая на целесообразность применения систем скоринга для обеспечения объективности управленческих решений [5, с. 4], а методические руководства рекомендуют использовать оценку связи между отдельными показателями качества корпоративного управления и индикатором стоимости общества для обоснования мероприятий по совершенствованию корпоративной структуры [6, с. 9]. Данные нормативные положения формируют легитимную основу для эконометрического моделирования, которое будет представлено в главе 2.

Вопрос о существовании связи между качеством корпоративного управления и результатами деятельности компании остается одним из центральных в академической литературе. В этой дискуссии сложились три позиции: признание прямого положительного воздействия, констатация минимального влияния в определенных институциональных условиях и отрицание самой зависимости вследствие эндогенности процессов [24, с. 59]. Вместе с тем систематические обзоры демонстрируют,

что корпоративное управление выступает доминирующим предиктором эффективности компаний в подавляющем большинстве современных эмпирических работ [188]. Ограниченность моделей, основанных исключительно на финансовых показателях, проявляется в их неспособности отразить качество управленческих процессов и скрытые риски, что подчеркивается как в российской [51, с. 132], так и в зарубежной литературе [15, с. 106]. Практика крупных институциональных инвесторов подтверждает данный вывод: при принятии решений они зачастую отдают приоритет именно качеству корпоративного управления, а не текущим финансовым показателям [72, с. 84].

Теоретическое обоснование этой связи опирается на несколько взаимодополняющих концепций. Инструментальный подход в теории стейкхолдеров устанавливает причинно-следственную связь между качеством управления взаимоотношениями с заинтересованными сторонами и достижением корпоративных целей, таких как прибыльность и рост капитализации [133, с. 71]. Удовлетворение интересов различных групп при этом выступает не самоцелью, а инструментом адаптации компании к внешним требованиям и повышения финансовых результатов [199, с. 405]. Стратегическое взаимодействие со стейкхолдерами оказывает влияние на снижение транзакционных и агентских издержек, что генерирует положительный эффект для рыночной стоимости [175]. С практической стороны, внедрение передовых стандартов – включение независимых директоров, повышение прозрачности отчетности – исторически используется корпорациями как целенаправленный инструмент роста капитализации, поскольку инвесторы воспринимают данные шаги как сигнал об эффективности управления активами [64, с. 46]. Качественное управление создает среду доверия, прозрачности и подотчетности, необходимую для привлечения долгосрочного капитала [86].

Эмпирическая доказательная база накоплена на выборках различного охвата и временных горизонтов. На развитых рынках установлено, что лучшая

защита прав миноритариев транслируется в более высокий коэффициент Тобина [177, с. 15-16], а компании с более сильными правами акционеров демонстрируют более высокую стоимость, прибыль и рост продаж [152, с. 107]. Увеличение индекса укорененности менеджмента ассоциируется со снижением коэффициента Тобина, достигающим 11,4 процентных пунктов [152, с. 144-145]. На развивающихся рынках инвесторы готовы платить существенную премию за акции компаний с высоким уровнем качества корпоративного управления, размер которой может достигать 38% [57, с. 36], а сводные индексы качества корпоративного управления демонстрируют значимую положительную связь с будущими показателями рентабельности [76; 125; 141; 187]. Практики независимого надзора устойчиво связаны с ростом коэффициента, отражающего отношение рыночной цены акции к ее бухгалтерской оценке [75]. На российских данных также подтверждена значимая положительная связь между степенью соблюдения рекомендаций регулятора и финансовой отдачей для акционеров [73], а повышение индекса качества корпоративного управления приводит к измеримому росту общей и дивидендной доходности [30, с. 428]. Косвенным подтверждением величины агентских издержек служит тот факт, что трансформация организационной формы – уход с биржи – приносит выгоду миноритарным акционерам за счет выплаты премий, «разблокируя» стоимость, подавленную издержками публичности [136, с. 130]. Качество корпоративного управления напрямую связано с реакцией рынка на регуляторные изменения: компании с более слабым уровнем защиты прав акционеров испытывают более значительное падение аномальной доходности при введении жестких стандартов [240, с. 99-100, 104]. Успешное взаимодействие инвесторов с компанией по вопросам улучшения практик корпоративного управления приводит к значимой доходности акций, достигающей 7,5% в год для компаний с изначально низкими рейтингами [96, с. 779].

Совокупность теоретических и эмпирических аргументов позволяет систематизировать четыре канала, через которые качество корпоративного управления транслируется в рыночную стоимость. Первый канал – снижение стоимости капитала – базируется на преодолении информационной асимметрии. Присутствие информационного разрыва между инсайдерами и рынком дисконтирует оценку активов [164], а реформы, сфокусированные на структуре совета директоров, ограничивают возможности менеджеров по извлечению частных выгод из информационной непрозрачности [182]. Второй канал – повышение операционной эффективности – реализуется через мониторинг. Изоляция корпоративных лидеров от контроля со стороны акционеров приводит к росту управленческой неэффективности и снижению стоимости [99]. Эффективный совет директоров предотвращает нецелевое использование денежных потоков, формируя позитивные ожидания инвесторов [227, с. 42], и выступает значимым фактором вариативности долгосрочных результатов [65, с. 50; 78]. Третий канал – управление рисками – предотвращает внезапные потери стоимости. Провалы корпоративного управления подрывают организационный контроль и могут приводить к корпоративным преступлениям [206]. Длительное утаивание негативной информации менеджментом, в том числе посредством непрозрачных отчетов, приводит к переоценке акций, однако при достижении критической точки накопленного негатива происходит обвал стоимости [138]. Низкое качество корпоративного управления также ведет к систематическим ошибкам при найме директоров, запуская спираль разрушения стоимости [137]. Четвертый канал – репутация – проявляется в готовности рынка оценивать выше те компании, которые демонстрируют отзывчивость к запросам инвесторов и добровольно раскрывают информацию. Именно на микроуровне члены совета директоров и высшее руководство выступают теми субъектами, которые формируют качество корпоративных политик и определяют вектор стратегического развития [193, с. 168]. Без эффективных управленческих решений на этом уровне реализация любых иных стратегий,

включая экологические и социальные инициативы, представляется невозможной [60, с. 52], а риски, связанные с качеством корпоративного управления, носят универсальный характер для всех компаний независимо от их отраслевой принадлежности [115]. Систематизация каналов представлена в таблице 3.

Таблица 3 – Каналы трансляции качества корпоративного управления в рыночную стоимость компании

Канал трансляции	Механизм действия	Теоретическое обоснование	Ожидаемый эффект для стоимости
Стоимость капитала	Снижение премии за риск со стороны инвесторов и кредиторов	Теория асимметрии информации	Рост капитализации, снижение процентных ставок по долгу
Операционная эффективность	Ограничение оппортунизма менеджмента, контроль инвестиционных решений	Агентская теория	Рост показателей ROA, ROE, EBITDA
Управление рисками	Предотвращение накопления скрытых убытков и корпоративных скандалов	Теория высших эшелонов	Снижение волатильности денежных потоков, предотвращение обвалов котировок
Репутация и сигнализация	Формирование доверия стейкхолдеров через добровольное раскрытие информации	Теория сигналов	Преодоление информационного дисконта, рост коэффициента Тобина

Источник: составлено автором на основе [86; 99; 138; 164].

Несмотря на обширную доказательную базу, подтверждающую общую положительную связь между качеством корпоративного управления и стоимостью, при переходе к анализу конкретных механизмов обнаруживается существенная проблема: влияние отдельных атрибутов корпоративного управления носит нелинейный характер. Классической иллюстрацией служит размер совета директоров. С позиций теории ресурсной зависимости расширение совета обогащает компанию экспертизой и внешними связями, однако теория координационных издержек предсказывает падение эффективности при превышении определенного порога. Эмпирически на международных выборках зафиксирована обратная выпуклая зависимость, при которой наибольшие потери в стоимости наблюдаются при расширении совета от малого к среднему размеру [237, с. 186, 203]. На российских данных также выявлен нелинейный

характер связи размера совета директоров с ESG-рейтингом компании, при этом оптимальный размер совета составляет около 11 человек [61, с. 516], причем увеличение сверх оптимума снижает качество корпоративной прозрачности вследствие усиления коалиционной борьбы [19, с. 37]. Показательно, что при оценке исключительно линейных связей размер совета, как правило, не демонстрирует значимого влияния на стоимость [42; 104; 108; 125; 128]. При этом на рынках долга крупный совет оценивается положительно, поскольку кредиторы полагают, что он снижает риски [140; 145, с. 192]. Данные противоречия разрешаются исключительно через применение нелинейных эконометрических спецификаций, что будет реализовано в главе 2.

Аналогичная картина наблюдается в отношении независимости совета директоров, гендерного разнообразия и концентрации собственности, подробный анализ которых составляет предмет параграфа 1.3. Метаанализы не выявляют устойчивой систематической линейной связи между отдельными структурными характеристиками совета и финансовыми результатами [121, с. 278], а результаты исследований одних и тех же факторов существенно различаются в зависимости от институционального контекста, временного горизонта и примененной спецификации модели. Это свидетельствует о том, что проблема заключена не в отсутствии связи как таковой, а в неспособности линейных методик учесть сложность ее формы.

Помимо нелинейности, связь между качеством корпоративного управления и стоимостью обладает свойством глубокой контекстуальности (ситуационный подход). Правовая традиция страны определяет то, как фондовый рынок оценивает корпоративные инициативы: в странах англосаксонского права влияние лидерства оценивается более позитивно, чем в странах континентального права [148, с. 336]. Социокультурные факторы, такие как уровень индивидуализма, положительно коррелируют с прозрачностью и защитой миноритариев [39, с. 247]. Качество корпоративного управления выступает значимым положительным

модератором связи между агентскими издержками и эффективностью компании, выравнивая интересы принципалов и агентов [173], а распределение прав собственности (остаточных прав контроля) влияет на распределение излишка и стимулы к инвестициям; неверная аллокация прав порождает искажения и снижает эффективность [153, с. 696-697].

Центральным контекстуальным фактором для настоящего исследования выступает структура собственности. На развивающихся рынках с высокой концентрацией собственности основная агентская проблема заключается не в конфликте между менеджерами и дисперсными акционерами, а в противоречиях между мажоритарными и миноритарными собственниками [104, с. 199; 107]. Высокая доля владения крупными акционерами может наносить ущерб интересам миноритариев, негативно сказываясь на рыночной стоимости [242], а концентрация собственности способна продемонстрировать перевернутую U-образную связь с эффективностью, где превышение порога ведет к падению стоимости [196]. Российский рынок исторически характеризуется низким показателем акций в свободном обращении и высокой концентрацией собственности [30, с. 423-424], а высокая концентрация является адаптивным механизмом, прямым следствием слабой защиты прав инвесторов [178, с. 1113, 1116]. В этих условиях незначимость многих характеристик совета директоров объясняется тем, что решения принимаются в интересах мажоритариев, ограничивая реальное влияние независимых органов [217, с. 106]. Раскрытие информации не оказывает значимого влияния на эффективность, поскольку мажоритарные акционеры обладают инсайдерским доступом к данным, что нивелирует значимость публичной отчетности и подчеркивает изолированность миноритариев от процессов принятия решений [65]. Компании на рынках с инсайдерской ориентацией сталкиваются с ограниченным эффектом от улучшения коммуникаций с инвесторами, поскольку совершенствование каналов информирования не может нивелировать слабость институтов [97]. Учитывая, что розничный

инвестор в условиях цифровизации функционально сближается со статусом квази-кредитора, эффективность классических метрик корпоративного управления требует переосмысления с учетом специфики российской структуры собственности.

Особый контекст формирует государственное участие. Эмпирические данные свидетельствуют о том, что в компаниях с госучастием внутренние механизмы корпоративного управления не оказывают статистически значимого влияния на эффективность, поскольку государство как доминирующий собственник не заинтересовано в стандартном согласовании целей, тем самым нивелируя рыночные механизмы контроля [66, с. 11; 204, с. 69]. Качество корпоративного управления оказывает наибольшее влияние на стоимость бизнеса именно в компаниях без государственного участия [58, с. 298], а разница в рентабельности между государственными и частными компаниями в Российской Федерации является статистически незначимой [89]. Доля государственного участия как непрерывная переменная не оказывает значимого влияния на корпоративные политики [104, с. 212]. Это дополнительно подтверждает вывод о том, что при анализе влияния корпоративного управления на стоимость контекстуальные факторы – структура собственности, институциональная среда, правовая система – оказываются не менее важными, чем собственно атрибуты управления.

Обзор эмпирической литературы выявляет также расхождение между балансовыми и рыночными показателями: структурные особенности советов могут влиять на бухгалтерскую рентабельность, но не оказывать воздействия на рыночную стоимость в условиях изолированности рынков контроля и миноритарного капитала [32, с. 301]. Уровень капитализации сильнее всего зависит от показателей корпоративного управления в компаниях с большим числом собственников, что подтверждает возрастающую значимость качества корпоративного управления при распыленной структуре [58, с. 298]. Активный мониторинг со стороны институциональных инвесторов приводит

к увеличению доли независимых директоров [212], а уровень протестного голосования положительно коррелирует с долей институциональных инвесторов, использующих право голоса для дисциплинирования менеджмента [151]. Показательно, что в отсутствие институционального контроля агрегированные мнения розничных инвесторов в социальных сетях способны формировать причинно-следственную связь с фундаментальными показателями фондового рынка [184]. Положительное влияние защиты прав миноритариев на эффективность инвестиций наиболее заметно при слабом внешнем контроле, указывая на взаимозаменяемость механизмов [162]. Рост доли пассивных акционеров приводит к концентрации власти у менеджмента и снижению числа назначений независимых директоров, что негативно оценивается рынком [216].

Противоречивость эмпирических результатов в значительной мере объясняется феноменом разрыва между формой и содержанием при заимствовании институтов. Формальное раскрытие информации в сфере корпоративного управления часто не оказывает значимого влияния на показатели рентабельности [18, с. 26], а агрегированные оценки не демонстрируют значимой связи со стоимостью долга [145, с. 194]. Раскрытие информации об управлении может не влиять на стоимость, если институциональная среда уже устанавливает стандарты, превращая базовые механизмы в обязательный минимум [205], а индексы прав акционеров не демонстрируют значимой связи с финансовыми результатами [117, с. 35]. Расхождения в методиках рейтинговых агентств дополнительно размывают эффект на рынке капитала [105, с. 1316]. Применение исключительно зарубежных методик для оценки качества корпоративного управления в Российской Федерации искажает реальную картину, что требует формирования собственной методической основы [41, с. 187]. Преодоление данной проблемы требует смещения фокуса с общих характеристик совета на функциональные механизмы, прежде всего – на работу специализированных комитетов. В академической литературе

существует пробел, связанный с тем, что большинство исследований фокусируется на совете в целом, игнорируя влияние характеристик отдельных комитетов [202]. Между тем именно наличие специализированных комитетов является ключевым предиктором прозрачности и качества корпоративного управления [17, с. 26; 20, с. 141-142]. Различие между формальным и функциональным подходами к оценке качества корпоративного управления систематизировано в таблице 4.

Таблица 4 – Сравнительный анализ формального и функционального подходов к оценке факторов качества корпоративного управления

Объект оценки	Формальный критерий	Функциональный критерий
Независимость совета	Доля независимых директоров по кодексу	Вовлеченность независимых директоров в профильные комитеты
Структура совета	Общая численность членов совета	Наличие специализированного комитета по корпоративному управлению
Защита прав	Декларативный индекс прав акционеров	Реальное владение акциями со стороны директоров (совпадение интересов)
Оценка качества	Агрегированные ESG/CG-рейтинги	Эконометрическая оценка влияния конкретных внутренних факторов на стоимость

Источник: составлено автором на основе [20; 105; 109; 202].

Данные таблицы 4 систематизируют аналитический сдвиг, необходимый для корректной идентификации каналов влияния корпоративного управления на стоимость. Формальные атрибуты, подверженные риску имитации, уступают место функциональным характеристикам, отражающим реальную работу механизмов контроля.

Таким образом, проведенный анализ позволяет заключить, что связь между качеством корпоративного управления и рыночной стоимостью компании объективно существует, однако она носит нелинейный характер, обусловлена институциональным контекстом и подвержена искажениям вследствие разрыва между формой и содержанием заимствованных институтов. В условиях гибридной структуры собственности российского рынка, где рост числа розничных инвесторов не приводит к дисперсии контроля, традиционные метрики корпоративного управления часто

демонстрируют статистическую незначимость. Для корректной идентификации каналов трансляции качества управления в стоимость необходим отказ от линейных моделей и агрегированных индексов в пользу эконометрического тестирования специфических внутренних факторов, отражающих реальное функционирование совета директоров и его комитетов. Установив, что влияние корпоративного управления нелинейно и зависит от конкретных институциональных условий, необходимо систематизировать факторы, теоретически обосновать направление их воздействия и сформулировать проверяемые гипотезы, что будет реализовано в параграфе 1.3.

1.3 Факторы качества корпоративного управления

В параграфе 1.2 установлено, что трансляция качества корпоративного управления в рыночную стоимость компании представляет собой нелинейный и контекстуально обусловленный процесс. Формальное заимствование институциональных практик нередко порождает разрыв между формой и содержанием, при котором номинальное соответствие стандартам не обеспечивает реального снижения агентских издержек. Для корректной эконометрической идентификации факторов создания стоимости требуется операционализация теоретических положений в набор проверяемых гипотез, опирающихся на факторы, отражающие фактическое функционирование совета директоров, структуру собственности и архитектуру профильных комитетов. Настоящий параграф посвящен систематизации указанных факторов, теоретическому обоснованию направления их влияния и формулированию исследовательских гипотез (H1-H7), составляющих основу эмпирического анализа во второй главе.

В академической литературе сформирован обширный массив показателей, используемых для оценки качества корпоративного управления. Наиболее распространенными метриками выступают характеристики совета

директоров (размер, доля независимых членов, демографическое разнообразие), структура собственности (концентрация капитала, владение акциями), а также наличие и интенсивность работы профильных комитетов [188]. Указанные факторы признаются рынком как базовые индикаторы надежности компании и интегрируются в методики ведущих рейтинговых агентств при оценке управленческого компонента [53, с. 276-277]. При этом расхождения в методах измерения именно в категории корпоративного управления оказывают наиболее существенное влияние на итоговые оценки компаний, что требует высокой точности при выборе эмпирических индикаторов [105, с. 1326-1327, 1336]. Структура совета директоров, архитектура комитетов и системы вознаграждения выступают элементами, определяющими устойчивость бизнеса [193, с. 163]. Ниже каждый фактор рассмотрен последовательно, с теоретическим обоснованием и формулировкой соответствующей гипотезы.

Первым фактором выступает размер совета директоров. Теоретическое обоснование влияния данного параметра опирается на синтез теории ресурсной зависимости и теории транзакционных издержек. Согласно первой, увеличение состава совета расширяет доступ к экспертным знаниям, способствует более эффективному распределению рабочей нагрузки и обеспечивает адекватное представительство интересов различных групп стейкхолдеров [88, с. 28; 144, с. 499]. Эмпирические данные подтверждают, что расширение состава совета может способствовать выработке более точных операционных решений и оказывать положительное влияние на рыночную оценку [229, с. 170]. Однако линейная экстраполяция данного эффекта опровергается теорией транзакционных издержек и концепциями организационного поведения. Чрезмерное увеличение размера совета приводит к росту издержек координации. Большие группы сталкиваются с процессуальными потерями, трудностями согласования действий и риском социальной лености, при которой индивидуальные усилия директоров снижаются пропорционально размеру группы [109, с. 337]. Увеличение

размера затрудняет эффективное использование накопленных компетенций [144, с. 499], замедляет процесс принятия решений, снижает откровенность при обсуждении работы менеджмента, а организационные проблемы перевешивают потенциальные преимущества расширенного мониторинга [237, с. 186]. Негативное влияние избыточного размера совета на экономическую рентабельность зафиксировано эмпирически, особенно в компаниях со средними и низкими показателями эффективности [124]. Большой совет нередко способствует формированию устойчивых враждующих фракций и расколу при принятии стратегических решений [41, с. 185]. Существует пороговое значение, после прохождения которого положительный эффект от концентрации управленческих ресурсов сменяется стагнацией из-за возникновения конкурирующих коалиций и замедления процедур [238, с. 315]. На основании изложенного формулируется первая гипотеза исследования H1: связь между размером совета директоров и стоимостью компании имеет форму перевернутой U, отражая баланс между преимуществами ресурсной зависимости и издержками координации.

Вторым и наиболее дискуссионным фактором выступает степень независимости совета директоров. В классической парадигме агентской теории независимые директора рассматриваются как ключевой механизм сдерживания управленческого оппортунизма. Менеджмент обладает информационными преимуществами благодаря инсайдерским знаниям, что позволяет ему исказить данные в собственных интересах [16, с. 170, 172]. Внешние члены совета выступают в роли независимых арбитров при разногласиях и решают задачи, связанные с агентскими конфликтами, предотвращая сговор менеджеров с целью экспроприации богатства акционеров [139, с. 315]. Компании, советы директоров которых характеризуются высокой долей независимых членов, успешнее противостоят извлечению частных выгод руководством [135, с. 68], а глобальная реформа

корпоративного управления исторически движется в сторону увеличения числа независимых директоров как универсального стандарта [156, с. 455].

Эмпирическая база подтверждает значимость данного фактора на нескольких уровнях. Независимые директора обеспечивают объективность решений при конфликтах интересов [197, с. 434-435], их присутствие положительно сказывается на качестве корпоративного управления и ESG-рейтингах [29, с. 461; 33, с. 66]. Они лучше позиционированы для мониторинга, поскольку не участвуют в операционной деятельности, тогда как аффилированные члены лишены необходимой дистанции для жесткого контроля [230, с. 1111]. Доля независимых директоров положительно и значимо влияет на результаты деятельности компаний во всех географических регионах [88, с. 34], а независимость является одним из ключевых факторов роста стоимости бизнеса [125]. Присутствие независимых директоров снижает агентские издержки [102, с. 129], повышает доверие инвесторов после введения обязательных стандартов [219] и способствует допуску инициатив акционеров до процедуры голосования [129, с. 495]. Привлечение независимых директоров к стратегическим решениям признается необходимым механизмом защиты интересов инвесторов [57, с. 44], а их наличие снижает риски компании и положительно влияет на денежные потоки [58, с. 299]. В российской практике советы директоров эволюционировали из формальных органов в профессиональные структуры именно благодаря интеграции реально независимых директоров [59, с. 16]. Независимость совета оказывает положительное влияние на готовность компании к прозрачному раскрытию информации [149].

Однако абсолютизация данного фактора подвергается обоснованной критике. Простое увеличение количества независимых директоров не всегда приводит к росту капитализации [41, с. 185]. Исключительно независимый совет страдает от острой информационной асимметрии и нехватки специфичных для компании знаний; присутствие внутренних

директоров необходимо для качественной оценки стратегических альтернатив [170, с. 418]. Зависимость совета имеет противоречивые эффекты: она негативно влияет на функцию мониторинга, но полезна для функции предоставления ресурсов – экспертизы и внешних связей. Полное доминирование независимых директоров наносит вред компании из-за потери инсайдерского ресурса [159, с. 392]. Эмпирически подтверждено, что в определенных условиях совмещение должностей генерального директора и члена совета директоров (минимальная независимость) может ассоциироваться с более высокой рентабельностью собственного капитала, что ставит под вопрос радикальные постулаты агентской теории [132, с. 56]. Масштабный метаанализ не выявил систематической линейной связи между долей независимых директоров и финансовыми результатами [121, с. 278], а советы, состоящие исключительно из внешних директоров, не улучшают показатели деятельности из-за потери специфической внутренней информации [210, с. 1530]. На развивающихся рынках уровень независимости совета может иметь даже отрицательную связь со стоимостью компании из-за фактического отсутствия независимости у внешних директоров, лояльных менеджменту [80; 213]. На российских данных также не подтверждена линейная положительная связь между долей независимых директоров и стоимостью компании [17, с. 27].

В контексте российского рынка, тяготеющего к континентальной модели управления, фокус на максимальной независимости (характерный для англосаксонской системы) уступает место необходимости баланса интересов всех стейкхолдеров [55]. Центральным является соотношение инсайдеров (включая представителей государства) и независимых директоров, поскольку этот баланс определяет формирование большинства при голосованиях [174, с. 1354]. По мере взросления компании возникает потребность в усложнении контура управления, где независимые директора нужны как противовес, способный «говорить правду» мажоритариям, но не парализующий операционную деятельность [25, с. 115]. Регуляторные

рекомендации Банка России устанавливают минимальный порог независимости в одну треть состава [49, с. 280-281], однако превышение определенного оптимума ведет к снижению эффективности [203]. Кроме того, критическое значение имеет не номинальный статус, а наличие подлинно независимых директоров, в то время как влияние «серых» директоров статистически незначимо [103, с. 215]. Совокупность этих данных указывает на то, что для данного фактора, как и для размера совета, характерна нелинейная зависимость с точкой оптимума. На основании синтеза концепции мониторинга и проблемы информационной асимметрии формулируется вторая гипотеза H2: связь между долей независимых директоров и стоимостью компании имеет форму перевернутой U, отражая необходимость баланса между функцией объективного контроля и доступом к инсайдерской экспертизе.

Третий блок факторов охватывает демографические и когнитивные характеристики состава совета директоров, в частности гендерное разнообразие и возрастную структуру. В современных подходах к устойчивому развитию гендерный дисбаланс рассматривается как существенное отклонение от стандартов качества корпоративного управления [49, с. 280]. Теоретически присутствие женщин в органах управления обогащает процесс принятия решений за счет диверсификации ментальных моделей, развитых коммуникативных навыков и склонности к использованию гибких стратегий [35]. Разнообразие состава совета директоров рассматривается как катализатор инноваций и адаптивного управления [131], а демографические переменные (пол, возраст) часто используются в литературе как косвенные индикаторы качества корпоративных решений [150]. Эмпирическое исследование европейских компаний показывает значимую положительную связь между долей женщин в совете и стоимостью компании [205], а на развитых рынках гендерное разнообразие выступает значимым фактором эффективности [88, с. 34]. Возрастное и гендерное разнообразие теоретически рассматривается

как фактор снижения рисков и повышения качества решений [45, с. 73-74], а зарубежные эмпирические исследования демонстрируют положительное влияние демографического разнообразия на результаты деятельности [45, с. 74]. На малых выборках российских компаний выявляется умеренная связь между долей женщин, средним возрастом директоров и мультипликатором стоимости [40, с. 126].

Тем не менее прямое влияние демографического разнообразия на финансовые результаты остается предметом дискуссии. С позиций социальной психологии, избыточная диверсификация может провоцировать конфликты, формировать внутригрупповые барьеры, замедлять коммуникацию и разрушать сплоченность совета [94, с. 232-233]. Систематический обзор литературы выявляет высокую степень противоречивости результатов: ученым не удается окончательно доказать значимость гендерного разнообразия для повышения финансовых показателей [158]. Отсутствие значимой связи объясняется теорией критической массы. Согласно данной концепции, присутствие в совете лишь одного или двух представителей меньшинства (токенизм) не оказывает реального влияния на организационные решения – из-за численной нехватки такие директора сталкиваются с предвзятостью и давлением, блокирующим их потенциальный вклад; качественные изменения во внутригрупповых взаимодействиях происходят только по достижении определенного порога представительства [179, с. 2122, 2136; 203].

Эмпирические данные по российскому рынку устойчиво подтверждают незначимость этого фактора. Статистически значимая связь между долей женщин в совете директоров и рыночной стоимостью не выявлена на нескольких независимых выборках [42, с. 234; 43, с. 173]. Индикаторы гендерного разнообразия и возрастной диверсификации оказываются статистически незначимыми для оценки эффективности управления в промышленном и ИТ-секторах [29, с. 461, 463]. Ряд факторов, традиционно считающихся важными в зарубежных исследованиях, включая гендерное

разнообразие, оказывается незначимым в российских реалиях [103, с. 214]. В компаниях с государственным участием уровень гендерного разнообразия также не демонстрирует статистической значимости [20, с. 141-142]. Аналогичные результаты получены на развивающихся рынках Вьетнама [229, с. 168, 169] и Польши [108]. При использовании эконометрических моделей с фиксированными эффектами гендерный фактор теряет значимость даже на развитых рынках, что подчеркивает важность учета ненаблюдаемой гетерогенности [124]. Исследования не выявляют существенных различий в финансовых показателях крупных российских компаний в зависимости от гендерного состава руководства [35].

Необходимо разделять наблюдаемое демографическое разнообразие (пол, возраст) и ненаблюдаемое когнитивное разнообразие (опыт, квалификация). Именно когнитивные характеристики, выраженные в профессиональной вовлеченности, способствуют повышению качества решений [100, с. 980]. Структурное разнообразие, включающее механизмы защиты акционерной стоимости, обладает большей предсказательной силой, чем чисто демографические метрики [100, с. 979, 984]. Исходя из теории критической массы и специфики российского рынка, формулируются следующая гипотеза Н3: влияние гендерного разнообразия совета директоров на стоимость компании носит нелинейный или статистически незначимый характер вследствие недостижения порога критической массы. Закономерным развитием логики исследования выступает формулировка гипотезы Н4: доля молодых директоров оказывает положительное влияние на стоимость компании, отражая склонность к инновациям. Теоретическим фундаментом данного предположения служат базовые постулаты теории высших эшелонов. Согласно этой концептуальной рамке, итоговый стратегический вектор корпорации всегда представляет собой прямую проекцию когнитивного профиля и глубинных ценностных установок ее топ-менеджмента [155]. Биологический возраст в этой матрице выступает жесткой поведенческой детерминантой. Паттерны принятия решений кардинально разнятся. Молодые

функционеры генерируют спрос на инновации, демонстрируя высокую толерантность к рискованным сценариям и агрессивным стратегиям масштабирования. Руководители старшего поколения, напротив, инстинктивно выбирают консервативный курс, концентрируясь на защите статус-кво и операционной стабильности. Накопленная эмпирическая база подтверждает наличие строгой обратной зависимости между возрастом субъекта управления и его готовностью инициировать системные трансформации [234]. Следовательно, можно предположить, что снижение возраста неизбежно провоцирует качественный скачок общей стратегической динамичности коллегиального органа. Однако данный эффект ограничен дефицитом специфического отраслевого опыта, характерного для молодых директоров, что может нивелировать преимущества их большей адаптивности.

Систематизация теоретических подходов к оценке характеристик совета директоров представлена в таблице 5.

Таблица 5 – Систематизация теоретических подходов к оценке характеристик совета директоров

Характеристика	Доминирующая теория	Ожидаемый эффект	Ключевое преимущество	Ограничивающий фактор
Размер совета	Теория ресурсной зависимости	Перевернутая U	Расширение экспертизы, связей и представительства стейкхолдеров	Рост издержек координации, социальная леность
Независимость	Агентская теория	Перевернутая U	Объективный мониторинг, снижение риска экспроприации	Информационная асимметрия, потеря инсайдерских знаний
Гендерный состав	Теория высших эшелонов	Незначимый, нелинейный	Когнитивная диверсификация, гибкость стратегий	Токенизм (недостижение критической массы), внутригрупповые конфликты
Возрастной состав	Теория высших эшелонов	Положительный	Склонность к инновациям, адаптивность	Дефицит специфического отраслевого опыта

Источник: составлено автором на основе [88; 94; 144; 159; 179].

Данные таблицы 5 показывают, что характеристики совета директоров преимущественно не обладают строгой линейной связью со стоимостью

компании. Каждому предполагаемому преимуществу (мониторинг, экспертиза, диверсификация) противостоит ограничивающий фактор (асимметрия информации, издержки координации, токенизм), что диктует необходимость эконометрического поиска точек оптимума.

Четвертый блок факторов связан со структурой собственности и механизмами совпадения интересов, центральным из которых выступает владение акциями компании членами совета директоров. Проблема мотивации менеджеров возвращать свободный денежный поток инвесторам, а не направлять его на неэффективные проекты ради увеличения собственной власти, является одной из центральных в корпоративном управлении [167, с. 323]. Снижение доли владения менеджера в капитале уменьшает его претензии на будущие доходы, стимулируя неоптимальное использование ресурсов и потребление привилегий, что увеличивает издержки мониторинга для миноритариев [168, с. 313].

Наделение директоров существенной долей в акционерном капитале создает мощный финансовый стимул для максимизации стоимости. Владение акциями совмещает интересы управленцев с интересами акционеров, заставляя их избегать инвестиций в проекты с низкой доходностью [135, с. 59, 68-69; 167, с. 326]. Вознаграждение акциями является важной предпосылкой эффективного мониторинга [159, с. 385]. Высокая концентрация собственности у инсайдеров заставляет их самостоятельно нести последствия собственного оппортунистического поведения, что снижает агентские издержки и потребность в жестком внешнем регулировании [136, с. 123]. Компенсация независимых директоров, привязанная к акциям, создает стимулы для защиты акционерной стоимости [99], а регуляторные органы признают долгосрочное владение акциями наиболее эффективным инструментом синхронизации финансовых интересов директоров и акционеров [4]. Отсутствие привязки доходов директоров к капитализации (фиксированное вознаграждение) может снижать качество управленческих решений [22, с. 20].

Эмпирическая база подтверждает положительное влияние данного фактора. Метаанализ исследований на развивающихся рынках доказывает, что собственность в руках управленцев положительно влияет на эффективность компаний, причем в Российской Федерации размер этого эффекта превышает влияние внешних частных инвесторов [165]. Владение акциями со стороны менеджмента финансово стимулирует согласование решений с долгосрочными целями акционеров [213; 219].

Эконометрическое моделирование подтверждает наличие прямой, статистически выверенной корреляции. Присутствие членов совета директоров в акционерном капитале выступает надежным предиктором роста стоимости компании [237, с. 196]. На фоне турбулентности макроэкономической среды именно те бизнес-структуры, где инсайдеры обладают крупными пакетами бумаг, генерируют наиболее устойчивую ценовую динамику [195]. Однако функционал этого механизма отнюдь не линейен. Превышение определенного порога концентрации собственности в руках управляющего звена неизбежно провоцирует так называемый эффект «окапывания». Высший менеджмент фактически изолируется. Внешние механизмы акционерного надзора теряют свою легитимность и практическую эффективность [45, с. 72; 104, с. 216]. Валидность тезиса об укоренении подтверждается, в частности, результатами анализа азиатских рынков. Эмпирический срез по вьетнамским предприятиям доказывает, что гиперконцентрация долей у топ-менеджмента на определенном этапе начинает разрушать созданную стоимость актива [125]. Теоретический базис конвергенции интересов позволяет выдвинуть гипотезу H5: владение акциями компании членами совета директоров оказывает положительное влияние на ее рыночную стоимость.

Пятый блок анализирует влияние структуры собственности – концентрации капитала. Концентрация собственности признается мировой литературой как один из ключевых параметров, определяющих специфику корпоративного управления и требующих обязательного эконометрического

контроля [188]. Теоретически увеличение доли крупного акционера должно приводить к росту рыночной стоимости, так как высокая концентрация усиливает стимулы к жесткому мониторингу менеджмента [221, с. 470]. На развивающихся рынках мажоритарии берут на себя издержки контроля, компенсируя слабость институциональной среды [173].

Однако в условиях гибридной структуры собственности, характеризующейся одновременным присутствием доминирующего собственника и растущей базы розничных инвесторов, концентрация генерирует скрытые риски. Высокая концентрация может оказывать негативное влияние на стоимость из-за снижения ликвидности акций и возрастания рисков ущемления прав миноритариев [51, с. 131-132]. Доминирующие акционеры склонны ставить личные интересы выше интересов розничных инвесторов, что приводит к экспроприации [107]. В компаниях с концентрированным капиталом советы директоров нередко контролируются инсайдерами, что нивелирует объективность формально независимых членов [107]. Контролирующие акционеры редко подвергаются мониторингу со стороны других крупных инвесторов, обладая практически неограниченной властью [176, с. 505]. При чрезмерном росте прав контроля возникает эффект укоренения мажоритариев, что негативно сказывается на стоимости фирмы [227, с. 47], а высокая доля удержания капитала инсайдерами связана с повышенной волатильностью и идиосинкразическим риском [206].

Более того, исследования доказывают эндогенную природу структуры собственности. Концентрация формируется рынком для максимизации стоимости в конкретных условиях, что объясняет отсутствие прямой значимой связи между концентрацией и рентабельностью [126, с. 1175-1176]. В российских реалиях также не выявлено значимого влияния фактора закрепления прав собственности на капитализацию [67, с. 10]. Влияние концентрации носит неоднозначный характер: в одних юрисдикциях оно описывается U-образной кривой, в других – приводит к снижению

стоимости [45, с. 72], а в целом на развивающихся рынках оценивается как слабое [165]. Эффективность компаний с государственным участием нелинейно зависит от формы контроля (прямое или косвенное владение), что дополнительно усложняет оценку [77, с. 21-22]. Внутри стран с концентрированной собственностью рынки контроля и миноритарного капитала функционируют изолированно [97]. На основании выявленных противоречий формулируется шестая гипотеза Н6: вследствие эндогенной адаптации структуры собственности к характеристикам фирмы кросс-секционная связь концентрации собственности с рыночной стоимостью компании не является статистически значимой.

Шестой и наиболее значимый для практической реализации блок факторов касается архитектуры специализированных комитетов и фактической вовлеченности директоров в их работу. Поиск прямой связи между демографическим составом совета и финансовыми результатами нередко оказывается безуспешным, поскольку игнорирует внутренние процессы, опосредующие влияние состава на результаты [144, с. 489]. Оценка совета «в целом» является слишком грубым подходом – большинство значимых решений принимается на уровне подкомитетов, которые позволяют справляться с ограниченностью времени и высокой сложностью информации [121, с. 284]. Эффективный мониторинг и глубокая оценка деятельности осуществляются преимущественно через работу специализированных комитетов [170, с. 431].

Эмпирические исследования подтверждают, что наличие профильных комитетов способствует снижению практик управления прибылью, повышает качество раскрытия информации и общую эффективность управления [85, с. 21; 103, с. 212; 203]. Комитеты обеспечивают доступ к узкоспециализированным знаниям и способствуют установлению связей со стейкхолдерами [81, с. 1476], а без профильных комитетов усилия компании становятся фрагментарными или символическими, что подрывает их потенциал [80]. Корпоративные скандалы выявили необходимость

выделения в структуре совета директоров специализированных комитетов как условия противодействия управленческому оппортунизму [207]. Наличие комитетов положительно связано с ориентацией компании на широкие группы стейкхолдеров [239] и повышением прозрачности нефинансовой отчетности [41, с. 186; 52]. Наличие специализированного комитета по корпоративному управлению значимо связано с рыночной оценкой компании [17, с. 26], а наличие комитета по стратегии и количество участвующих в нем директоров имеют заметную положительную связь с рыночной оценкой [42, с. 234]. Комитеты по вознаграждениям и номинациям оказывают положительное и значимое влияние на показатели эффективности [124], а комитет по корпоративной социальной ответственности значимо улучшает показатели устойчивости [29, с. 460]. Независимость и экспертиза членов комитетов оказывают значимое положительное влияние на результаты деятельности фирмы [87]. Регуляторы уделяют первостепенное внимание формированию комитетов по аудиту, вознаграждениям, номинациям и стратегии [3; 187]. Внедрение передовых практик, включая улучшение функций совета директоров и комитетов, способно защитить внешних инвесторов и максимизировать доходность [189, с. 33].

Однако ключевой проблемой остается формальный характер работы комитетов – тот самый разрыв между формой и содержанием. Создание комитетов иногда используется исключительно в имиджевых целях, не оказывая влияния на принятие ключевых решений [41, с. 186; 65, с. 51]. Частота заседаний комитетов сама по себе не влияет на эффективность – значение имеют качественные характеристики и реальная экспертиза [87]. Наличие профильной экспертизы у директоров оказывает большее влияние на качество управления, чем жесткое требование стопроцентной независимости [210, с. 1532]. Эффективность совета определяется не только наличием независимых директоров, но и их активным участием в комитетах [21, с. 121].

Следовательно, для преодоления проблемы формализма необходимо измерять не только номинальное наличие комитетов, но и фактическую вовлеченность директоров – членство в комитетах. Эффективность совета во многом зависит от «норм усилий» – ожиданий относительно активного участия каждого директора [144, с. 493-494]. Участие директоров в комитетах является значимым предиктором их эффективности в глазах акционеров [137]. Вовлеченность и усердие совета оказывают значимое положительное влияние на стоимость компании, обеспечивая реальный внутренний контроль [213]. В российских реалиях наблюдается высокая степень участия членов совета в профильных комитетах, что обосновывает использование данного фактора как индикатора качества управления [42, с. 234]. Перекос в сторону заочного рассмотрения вопросов снижает качество дискуссии, что требует повышения доли очного участия [48, с. 6-7]. Для оценки эффективности комитетов используются комплексные показатели, включающие наличие, размер, независимость и уровень вовлеченности [141, с. 56; 222, с. 6]. Недостаток специфических компетенций у членов совета является существенным препятствием для принятия рациональных решений в условиях новых вызовов [228, с. 29, 32]. На основании необходимости разграничения формальных атрибутов и функциональных характеристик формулируется седьмая гипотеза Н7: наличие специализированных профильных комитетов (в частности, с функцией корпоративного управления) и высокая фактическая вовлеченность директоров в их работу оказывают значимое положительное влияние на стоимость компании, преодолевая эффект формального соответствия стандартам.

Проведенный анализ шести блоков факторов обнаруживает иерархическую структуру их предполагаемого воздействия на стоимость компании. Первые три блока (размер совета, его независимость и состав) определяют архитектурные параметры органа управления, задавая граничные условия для качества принимаемых решений. Четвертый блок – владение акциями директорами – вводит механизм совпадения интересов,

трансформирующий мотивацию. Пятый блок – концентрация собственности – фиксирует макроструктурный контекст, в котором действуют все остальные факторы, однако, как показано выше, его самостоятельное влияние на стоимость теоретически неопределенно вследствие эндогенной адаптации. Шестой блок – комитетная структура и вовлеченность директоров – выступает операционным механизмом, посредством которого архитектурные параметры и мотивационные стимулы транслируются в конкретные управленческие решения. Именно этот блок призван преодолеть разрыв между формой и содержанием корпоративного управления, выявленный как сквозная проблема на протяжении всего теоретического анализа. Совокупность сформулированных гипотез, их теоретические основания и ожидаемые направления связи представлены в таблице 6.

Таблица 6 – Гипотезы о влиянии факторов корпоративного управления на стоимость компании

Гипотеза	Исследуемый фактор	Ожидаемая форма связи	Теоретическое обоснование	Проблема, решаемая фактором
H1	Размер совета директоров	Перевернутая U-образная	Баланс ресурсной зависимости и издержек координации	Оптимизация управленческой емкости
H2	Доля независимых директоров	Перевернутая U-образная	Баланс объективного мониторинга и доступа к инсайдерской информации	Снижение агентских издержек (тип I и II)
H3	Гендерное разнообразие	Нелинейная, незначимая	Теория критической массы (преодоление токенизма)	Когнитивная диверсификация
H4	Доля молодых директоров	Положительная	Теория высших эшелонов (склонность к инновациям)	Адаптивность к изменениям среды
H5	Владение акциями директорами	Положительная	Гипотеза совпадения интересов	Предотвращение управленческого оппортунизма
H6	Концентрация собственности	Значимая (знак не определен)	Эндогенность структуры капитала, эффект укоренения	Защита прав миноритарных акционеров
H7	Наличие комитетов и вовлеченность	Положительная	Функциональный подход (преодоление разрыва формы и содержания)	Институционализация процессов контроля

Источник: составлено автором на основе [99; 126; 144; 159; 168].

Гипотезы H1-H7, представленные в таблице 6, интегрируют три фундаментальных контура корпоративного управления: дизайн совета,

конфигурацию акционерного капитала и архитектуру комитетов. Избыточное нагромождение надзорных механизмов таит в себе латентные угрозы. Управленческий аппарат лишается стратегической маневренности. Возникает тотальное неприятие риска, вынуждающее топ-менеджмент отказываться от имплементации высокомаржинальных инвестиционных инициатив [240, с. 82]. Базис гипотез H1 и H2 выстроен именно на этом: искомой величиной выступает выявление нелинейного оптимума, а не абсолютная максимизация контрольных функций.

Институциональный тон взаимодействия с заинтересованными сторонами задает непосредственно совет директоров. Он же калибрует ответные реакции на реализацию акционерами стратегии «голоса» [12, с. 197]. При этом изолированная механическая ротация состава коллегиального органа лишена смысла. Без глубокого реинжиниринга внутренних процедур она не генерирует добавленной стоимости [146, с. 98]. Конкурентный отрыв обеспечивают себе те компании, которые делают ставку на капитализацию доверия, радикально усекая тем самым транзакционное бремя и бюджеты на мониторинг [171, с. 422]. Эмпирические данные подтверждают: архитектура собственности и статус независимых директоров детерминируют финансовую результативность [242]. Степень же раскрытия информации ассоциировано с внутригрупповой динамикой самого совета [225].

Таким образом, в настоящем параграфе теоретические положения исследования операционализированы в систему из семи проверяемых гипотез. Сформулированные гипотезы разграничивают формальные атрибуты корпоративного управления и его реальные функциональные характеристики, отвечая на проблему разрыва между формой и содержанием. Стоимость компании определяется сложным балансом между издержками координации и экспертизой (размер совета), мониторингом и информационной асимметрией (независимость), а также совпадением интересов и эффектом укоренения (структура собственности).

Особый акцент сделан на функциональной вовлеченности директоров в работу профильных комитетов как наиболее достоверном индикаторе качества внутреннего контроля. Проверка выдвинутых гипотез требует проведения эконометрического анализа. Прежде чем тестировать влияние внутренних механизмов на стоимость, необходимо установить фактическое состояние внешней среды – исследовать трансформацию структуры собственности российских публичных компаний в условиях массового притока розничных инвесторов, что составит предмет анализа в параграфе 2.1. Если теоретический тезис о статусе квазикредитора верен, количественный рост миноритарной базы не должен модерировать связь между факторами качества корпоративного управления и стоимостью компании. Соответствующий эконометрический тест будет проведен в параграфе 2.2.

Выводы по главе 1

Проведенный в рамках первой главы теоретико-методический анализ концепций корпоративного управления и специфики их трансформации в условиях цифровизации фондового рынка позволяет подвести итоги первого этапа исследования. Систематизация классических академических подходов к проблематике агентских конфликтов, а также структурирование факторов, детерминирующих эффективность внутренних надзорных механизмов, сформировали необходимую концептуальную основу для последующего моделирования. Обобщение результатов критического обзора литературы дает основания сформулировать следующие ключевые выводы.

Во-первых, на основе синтеза агентской теории, теории трансакционных издержек, теории прав собственности и теории ограниченной рациональности выявлена асимметрия, порожденная цифровизацией фондового рынка: трансакционные издержки торговли снизились практически до нуля, тогда как издержки реализации прав контроля – анализа отчетности, участия в собраниях, координации с другими акционерами – остались запретительно

высокими. Данная асимметрия в сочетании с проблемой коллективных действий и эффектом безбилетника обуславливает рациональную апатию розничного инвестора и его функциональную трансформацию в квази-кредитора – субъекта, поставляющего акционерный капитал, но отказывающегося от прав контроля вследствие того, что индивидуальные издержки мониторинга превышают предельную выгоду. Теория коллективных действий предсказывает два пути преодоления этой проблемы: создание институциональных посредников, агрегирующих разрозненные интересы и снижающих издержки координации, и алгоритмизацию контроля через цифровые решения, снижающую предельные издержки мониторинга до уровня, сопоставимого с издержками торговли. На текущем российском рынке ни один из двух путей не реализован в достаточной мере – отсутствуют эффективные ассоциации инвесторов, не внедрены цифровые инструменты мониторинга и голосования, – что закрепляет рациональную апатию как устойчивое, но институционально преодолимое состояние.

Во-вторых, последовательный анализ внешних каналов снижения агентских издержек – рынка корпоративного контроля, долгового давления, конкуренции на товарных рынках и правовой защиты миноритариев – продемонстрировал их ограниченную работоспособность в российском институциональном контексте, характеризующемся инсайдерской моделью управления с доминированием агентского конфликта II типа. В этих условиях совет директоров остается единственным функционирующим каналом снижения агентских издержек, выполняя одновременно функции мониторинга, обеспечения доступа к ресурсам и стратегического консультирования, что обосновывается интеграцией агентской теории, теории стюардшипа и теории ресурсной зависимости.

В-третьих, установлено, что связь между качеством корпоративного управления и рыночной стоимостью компании реализуется через четыре канала: снижение стоимости капитала, повышение операционной эффективности, управление рисками и репутационную сигнализацию. Однако

данная связь носит нелинейный характер, обусловлена институциональным контекстом и подвержена искажениям вследствие разрыва между формой и содержанием заимствованных институтов.

В-четвертых, на основе систематизации теоретических подходов и эмпирических данных сформулированы семь исследовательских гипотез, охватывающих три блока факторов: структурные характеристики совета директоров (размер, независимость, демографический состав), конфигурацию собственности (владение акциями директорами, концентрация капитала) и функциональную архитектуру комитетов (наличие профильных комитетов и вовлеченность директоров в их работу). Для гипотез Н1 и Н2 обоснована необходимость тестирования нелинейных спецификаций, а гипотеза Н7 акцентирует приоритет функциональных характеристик управления над формальными атрибутами, что позволяет преодолеть проблему разрыва между формой и содержанием при эконометрическом анализе. Совокупность гипотез разграничивает формальное соответствие стандартам и реальное функционирование механизмов корпоративного управления, формируя методическую основу для эмпирического анализа во второй главе.

Глава 2

Анализ качества корпоративного управления как фактора формирования стоимости российских публичных компаний

2.1 Трансформация структуры собственности российских компаний

В первой главе установлено, что цифровизация брокерского обслуживания создала асимметрию транзакционных издержек: издержки торговли снизились до околонулевых значений, тогда как издержки реализации прав контроля остались запретительно высокими для индивидуального инвестора. Синтез рассмотренных теоретических подходов показывает, что в этих условиях массовый приток розничных инвесторов не приведет к дисперсии корпоративного контроля, а сформирует иную структуру собственности, в которой рынок контроля и рынок миноритарного капитала функционируют изолированно. Настоящий параграф посвящен эмпирической проверке этого тезиса.

Классическая парадигма, восходящая к работам А. Берли и Г. Минза, исходит из того, что снижение транзакционных издержек входа на рынок стимулирует дробление бенефициарной собственности и формирование аутсайдерской модели управления [11, с. 9, 47]. Логика этого аргумента подкреплена наблюдением о том, что по мере роста корпорации поддержание высокой доли владения становится чрезмерно дорогим и рискованным для отдельного инвестора, что делает расширение круга акционеров экономически неизбежным [126, с. 1158]. Следовательно, органический рост компании предполагает потребность в привлечении нового капитала.

Глобальные эмпирические исследования подтверждают, что дисперсия собственности не является универсальной нормой, а обусловлена специфической институциональной средой. Представление о множестве разрозненных акционеров, противостоящих наемному менеджменту, не отражает реалий большинства мировых рынков [178, с. 1146].

Современные структуры собственности характеризуются высокой степенью сложности и не укладываются в дихотомию «распыленный капитал – единоличный контроль» [211]. Более того, устойчивой тенденцией последних десятилетий является усиление концентрации: доминирование контролирующих акционеров становится стандартом даже для развитых экономик, а распределение собственности приобретает все более асимметричный характер [84; 180, с. 214]. В частности, фонды «большой тройки» (BlackRock, Vanguard, State Street) занимают позиции крупнейших акционеров в значительной доле транснациональных корпораций, формируя доминирующие узлы глобальной корпоративной сети [232, с. 1078-1079].

На развивающихся рынках концентрация собственности выражена еще сильнее. Доминирование семейных или государственных контролирующих акционеров и ограниченный объем акций в свободном обращении объясняются слабостью механизмов правовой защиты инвесторов: в условиях высоких рисков экспроприации мажоритарии вынуждены сохранять операционный контроль, что консервирует концентрированную структуру [177, с. 14; 183, с. 5-6; 219]. Следствием такой конфигурации становится конфликт «принципал-принципал» (тип II по классификации агентской теории), при котором мажоритарные акционеры получают институциональную возможность извлекать частные выгоды контроля в ущерб миноритариям [239].

Российская модель корпоративного управления представляет собой частный, но показательный случай этой закономерности. Ее специфика определяется зависимостью от траектории развития: поведение и стратегические альтернативы компаний детерминированы накопленным репертуаром организационных рутин и историей формирования капитала [226, с. 522-523]. Приватизация 1990-х годов, задуманная как инструмент создания массовой частной собственности, в действительности лишь создала временную иллюзию распыленного капитала. Широкое распределение акций среди населения через ваучерные

механизмы трансформировались обратно в высококонцентрированную структуру в течение нескольких лет [120, с. 20]. Сформировались компактные команды партнеров, связанных неформальными отношениями, что законсервировало закрытость управления [38, с. 26]. Уже к концу последнего десятилетия XX века модель приобрела черты континентальной европейской системы с жестким мажоритарным контролем, полностью исключая переход к дисперсной англо-американской парадигме [10, с. 258-259]. В промышленности этот тренд проявился в устойчивом росте концентрации контрольных пакетов при сохранении распыленности оставшейся незначительной доли акций [28, с. 371], а доминирующие собственники выстроили системы контроля, блокирующие внешние поглощения и делающие классический рынок корпоративного контроля нефункционирующим [27, с. 9].

Приватизационный дуализм – одновременное сочетание формальной распыленности части акций среди мелких физических лиц и жесткой концентрации контрольных пакетов в руках инсайдеров и государства – стал структурным свойством российского рынка [31, с. 126-127]. Изолированные контуры владения, в которых концентрированная собственность определяет вектор контроля, а распыленная часть остается функционально пассивной, воспроизводились на протяжении двух десятилетий [64, с. 38].

Разделение функций владения и управления в российских компаниях остается неполным. Крупные акционеры зачастую лично выступают в роли высших руководителей, что продиктовано недоверием к наемному менеджменту и остротой агентских конфликтов [36, с. 25; 69, с. 17]. И.И. Смотрицкая, Н.Д. Фролова характеризуют эту ситуацию как неразделенность функций владения и управления, обеспечивающую полный контроль инсайдеров [68, с. 8]. В.К. Вербицкий указывает на системное противоречие между коллегиальной природой корпоративного управления и авторитарной моделью единоличного руководства, характерной для российского бизнеса [25, с. 116-117]. Следствием этого противоречия

становится разрыв между публичной организационно-правовой формой и реальной стратегией, соответствующей закрытой частной компании, не заинтересованной в учете мнений внешних миноритариев [21, с. 114]. Главным препятствием для внедрения передовых стандартов управления является именно эта концентрация капитала, тогда как классические кодексы и рекомендации разработаны для компаний с высокой степенью распыленности акций [21, с. 136].

Определяющей чертой российского корпоративного ландшафта является активное участие государства в бизнесе. Государство выступает прямым держателем крупных долей в ведущих публичных компаниях, стабильно реализуя мажоритарный контроль в системообразующих корпорациях [26, с. 14-15; 40, с. 119]. Доля компаний с государственным участием в общей капитализации рынка акций достигает 40-50%, что многократно превышает аналогичные показатели для стран ОЭСР [77, с. 2, 10]. При этом наблюдается тренд на дальнейшую консолидацию: государство формирует вертикально интегрированные структуры и наращивает прямое владение контрольными пакетами [62, с. 48]. Даже в тех случаях, когда формальные количественные критерии указывают на снижение государственной доли, качественное влияние государства и концентрация контроля над экономическими агентами продолжают возрастать [174, с. 1352]. Компания с государством в роли контролирующего акционера вынуждена балансировать между директивами мажоритария и формальными требованиями публичного рынка, что создает дополнительный источник конфликта интересов.

Именно в этот высококонцентрированный корпоративный ландшафт в период с 2018 года по 2025 год интегрируется новый фактор – массовый розничный инвестор. Государственная стратегия задает вектор: обеспечение роста капитализации фондового рынка до 66-75% ВВП и увеличение доли долгосрочных сбережений граждан до 40-45% [2]. За короткий период количество зарегистрированных брокерских счетов увеличилось многократно,

охватив около трети экономически активного населения [102, с. 116]. После изменения геополитической конъюнктуры и ухода нерезидентов в 2022 году доля розничных инвесторов в объеме торгов акциями закрепились на уровне 70-80% [243, с. 7, 8], а рынок первичных размещений начал активное восстановление, привлекая новые когорты инвесторов [55].

Масштаб описанного притока ставит задачу определения его последствий для распределения корпоративного контроля. Классическая парадигма А. Берли и Г. Минза предсказывает, что расширение круга акционеров ведет к размыванию контрольных пакетов и переходу к аутсайдерской модели. Однако теоретический аппарат, разработанный в параграфе 1.1, указывает на альтернативный исход. Асимметрия трансакционных издержек, при которой околонулевые издержки торговли сосуществуют с запретительно высокими издержками реализации прав контроля, порождает рациональную апатию миноритариев и закрепляет их в статусе квази-кредиторов. В этих условиях приток нового капитала увеличивает ликвидность рынка, но не затрагивает распределение корпоративной власти. Необходимо учитывать, что из пяти классических каналов дисциплинирования менеджмента – рынка корпоративного контроля, дисциплинирующего воздействия долга, конкуренции на товарных рынках, рынка управленческого труда и внутреннего мониторинга через совет директоров – первые четыре действуют в российских условиях со значительными ограничениями вследствие высокой концентрации собственности, перекрестной аффилированности кредиторов и заемщиков, олигопольной структуры ключевых отраслей и низкой сменяемости топ-менеджмента. Если гибридная структура действительно сформировалась, то единственным работоспособным механизмом снижения агентских издержек остается совет директоров и его комитеты.

Эмпирической основой исследования является база данных, охватывающая 220 российских публичных компаний за период с 2005 года по 2025 год (свидетельство о государственной регистрации базы данных

№ 2026670015). Подробная отраслевая структура и пообъектный состав эмпирической базы приведены в таблицах А.1 и А.2 приложения А соответственно. Информационную основу составили ежеквартальные отчеты эмитентов, раскрываемые на портале e-disclosure.ru, консолидированная финансовая отчетность по Международным стандартам финансовой отчетности (далее – МСФО) и данные Московской биржи. Выбор квартальной частоты наблюдений продиктован необходимостью учета внутригодовой волатильности зависимой переменной (рыночной капитализации), что позволяет более точно улавливать реакцию рынка на изменения в структуре управления. Алгоритм восстановления пропущенных наблюдений строго калибровался под экономическую специфику конкретной переменной. Институциональные параметры корпоративного управления обладают высокой инерционностью. Поэтому здесь применялось прямое экстраполирование предшествующих значений (методика LOCF/LOCB). Финансовые же индикаторы, напротив, восстанавливались посредством линейной интерполяции.

Ключевым методологическим вызовом текущего этапа стала квантификация двух встречных тенденций: атомизации бенефициарных прав и консолидации управленческого диктата. Степень дисперсии фиксировалась через подсчет уникальных субъектов, легитимированных для участия в общих собраниях акционеров (далее – ОСА). Опора исключительно на количество лицевых счетов внутри реестра эмитента дает критическую погрешность. Причина кроется в функционировании депозитарной инфраструктуры. Институт номинального держателя банально аккумулирует пулы розничных инвесторов на едином балансе. Однако процедура созыва ОСА юридически принуждает номинальных держателей к раскрытию количества конечных бенефициаров. Именно этот реестровый срез обеспечивает максимальную релевантность при оценке подлинной ширины миноритарного базиса.

Встречный процесс – стягивание контроля ядром ключевых стейкхолдеров – измерялся с помощью индекса Херфиндаля-Хиршмана.

Эмитенты публикуют данные исключительно по владельцам пакетов, превышающих порог в 5% капитала. Соответственно, формула (1) основана на суммировании квадратов долей исключительно идентифицированных собственников

$$\text{HHI} = \sum_{i=1}^N (S_i)^2, \quad (1)$$

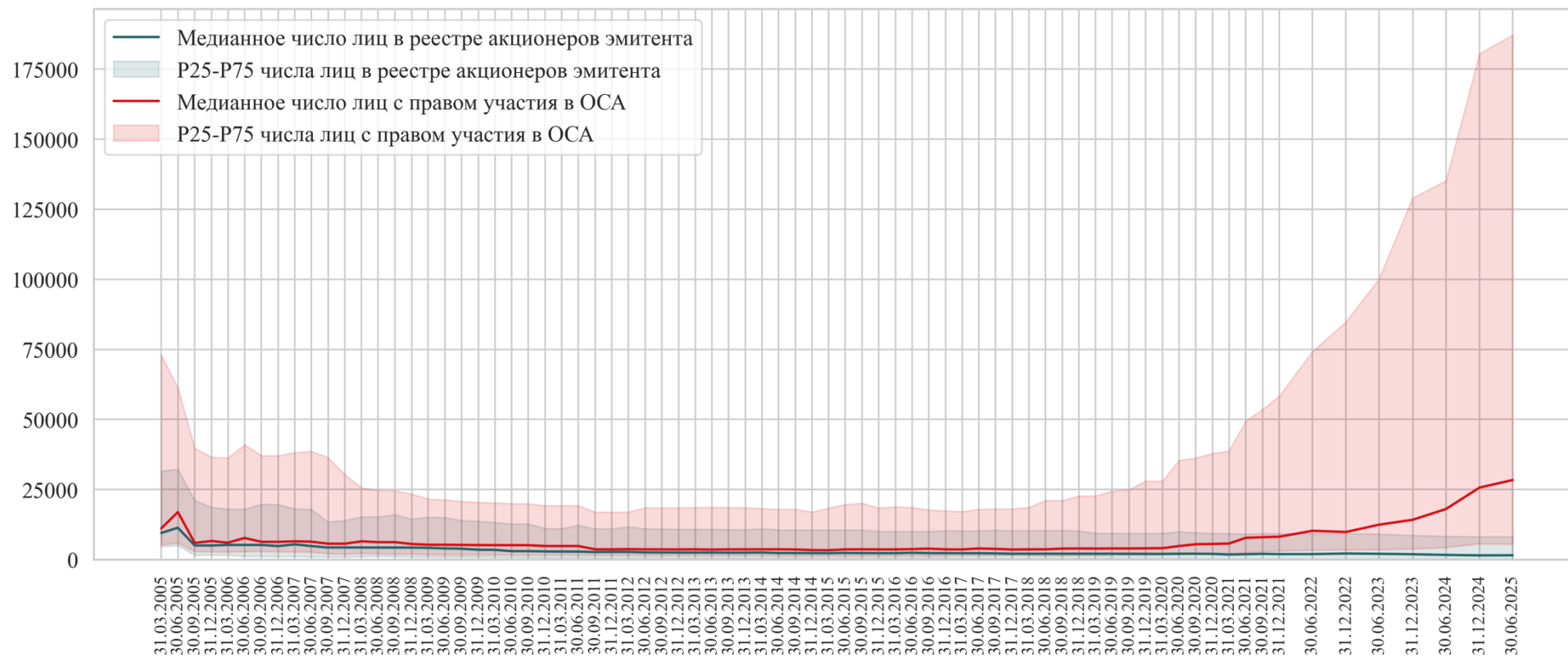
где HHI – индекс Херфиндаля-Хиршмана;

S_i – доля i -го акционера, владеющего более 5% капитала;

N – число акционеров, владеющих более 5% капитала.

Обоснованность применения HHI подтверждается его способностью нивелировать недостатки более простых измерительных шкал. Индикатор CR1 (доля крупнейшего собственника) полностью слеп к структурным нюансам. Индекс Херфиндаля-Хиршмана, напротив, математически четко разводит ситуации монопольного доминирования и наличия коалиции крупных игроков: возведение долевого участия в квадрат экспоненциально усиливает влияние пакетов акций, гарантируя высокую алгоритмическую чувствительность к любым перекосам внутри мажоритарного блока [211]. Наличие упомянутого пятипроцентного барьера раскрытия неизбежно порождает зону статистической неопределенности. Возникшая проблема купировалась вычислением двух теоретических экстремумов: значения HHI_{\min} (допущение тотальной рыночной распыленности скрытого капитала) и значения HHI_{\max} (предположение о концентрации «серой» зоны в пакетах, вплотную приближенных к законодательному лимиту в 5%). В анализе используется показатель HHI_{\max} , нормированный на интервал $[0; 1]$, что обеспечивает консервативную оценку.

Как видно на рисунке 1, отражающем динамику числа акционеров, номинальных держателей и частных ОСА, российский рынок переживает количественный скачок миноритарного участия.



Источник: составлено автором.

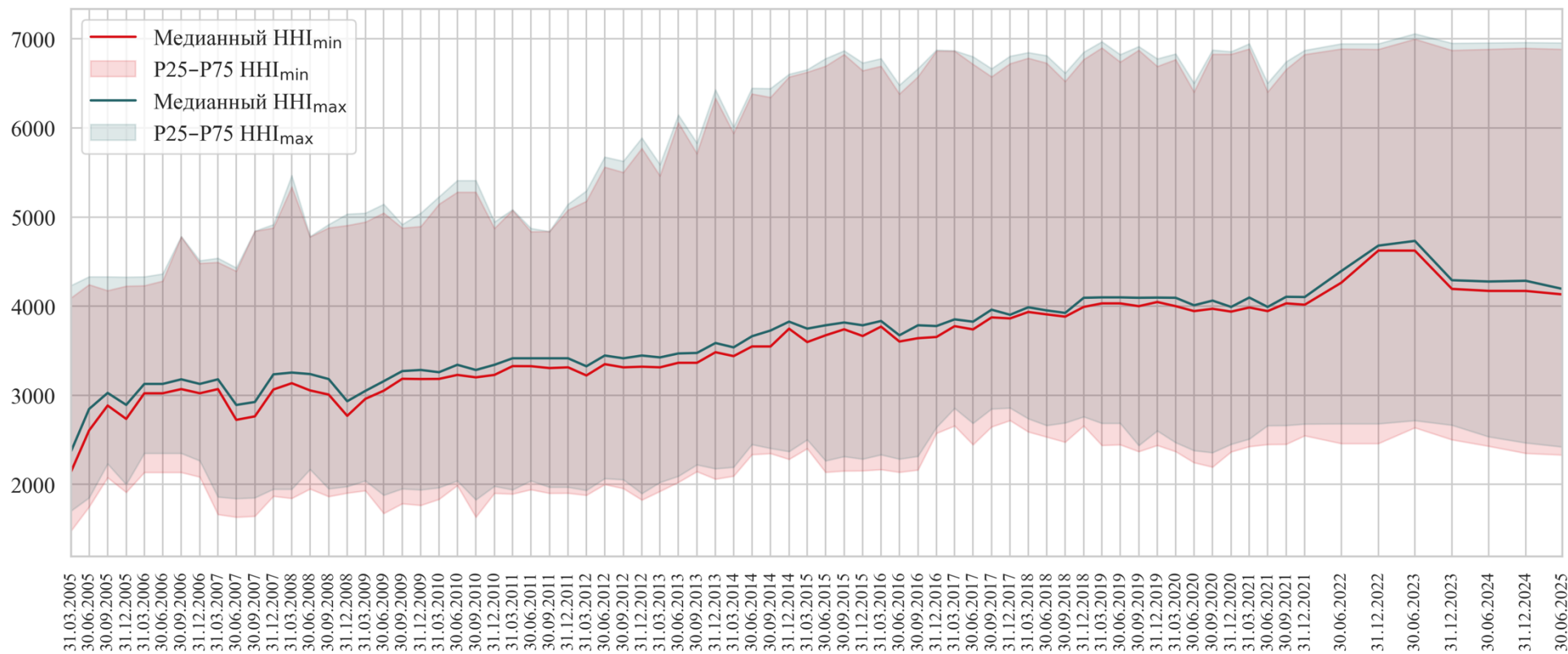
Рисунок 1 – Динамика числа акционеров, номинальных держателей и участников общего собрания акционеров

За исследуемый период медианное число лиц с правом участия в общем собрании акционеров выросло в 2,6 раза. Повышенные значения в начале периода с 2005 года по 2007 год объясняются эффектом базы, поскольку на бирже торговались преимущественно приватизированные компании с исторически широкой, но пассивной базой владельцев, унаследованной от ваучерной приватизации. Можно предположить, что по мере выхода на рынок новых эмитентов, не обремененных приватизационным наследием, медианные значения показателя снизились и стабилизировались.

Перелом наступил после 2018 года, когда массовое распространение мобильных брокерских приложений, снижение комиссий и упрощение процедур открытия счетов обеспечили беспрецедентный приток физических лиц на фондовый рынок. Дополнительным катализатором послужил уход нерезидентов в 2022 году, после которого розничные инвесторы заняли доминирующее положение в структуре биржевых торгов, а рынок первичных размещений начал активное восстановление, ориентированное именно на данную категорию участников.

В крупнейших публичных компаниях число акционеров исчисляется сотнями тысяч, что формально свидетельствует о формировании массового публичного рынка. Вместе с тем сам по себе количественный рост акционерной базы не тождественен расширению реального участия в управлении. Как показано в параграфе 1.1, запретительно высокие издержки мониторинга и координации в сочетании с проблемой безбилетника превращают формальных собственников в пассивных поставщиков ликвидности, не реализующих права контроля.

Анализ второго показателя – динамики концентрации собственности – выявляет тенденцию, свидетельствующую о том, что количественное расширение миноритарной базы не сопровождается размыванием контрольных пакетов. Рисунок 2 иллюстрирует динамику индекса Херфиндаля-Хиршмана за период продолжительностью 20,25 года.



Источник: составлено автором.
 Рисунок 2 – Динамика индекса Херфиндаля-Хиршмана за период с 2005 года по 2025 год

Вопреки теоретическим ожиданиям о том, что приток новых инвесторов размывает доли существующих владельцев, медианный показатель HHI_{max} увеличился на 1831 пункт (+77,5%). Это свидетельствует об устойчивом усилении концентрации контроля в руках доминирующих блокхолдеров. Результат согласуется с данными других исследователей. Доля компаний с контролирующим акционером стабильно составляет 76-85%, при этом фиксируется тренд к увеличению мажоритарных пакетов [66, с. 6]. Средняя доля крупнейшего акционера в ведущих компаниях достигает 43,8-48%, а показатель акций в свободном обращении остается на низком уровне, редко превышая 25% [101, с. 429; 103, с. 204]. В ряде случаев доля акций в свободном обороте опускается ниже 3%, создавая условия для монополизации контроля узкой группой взаимосвязанных лиц [9, с. 68].

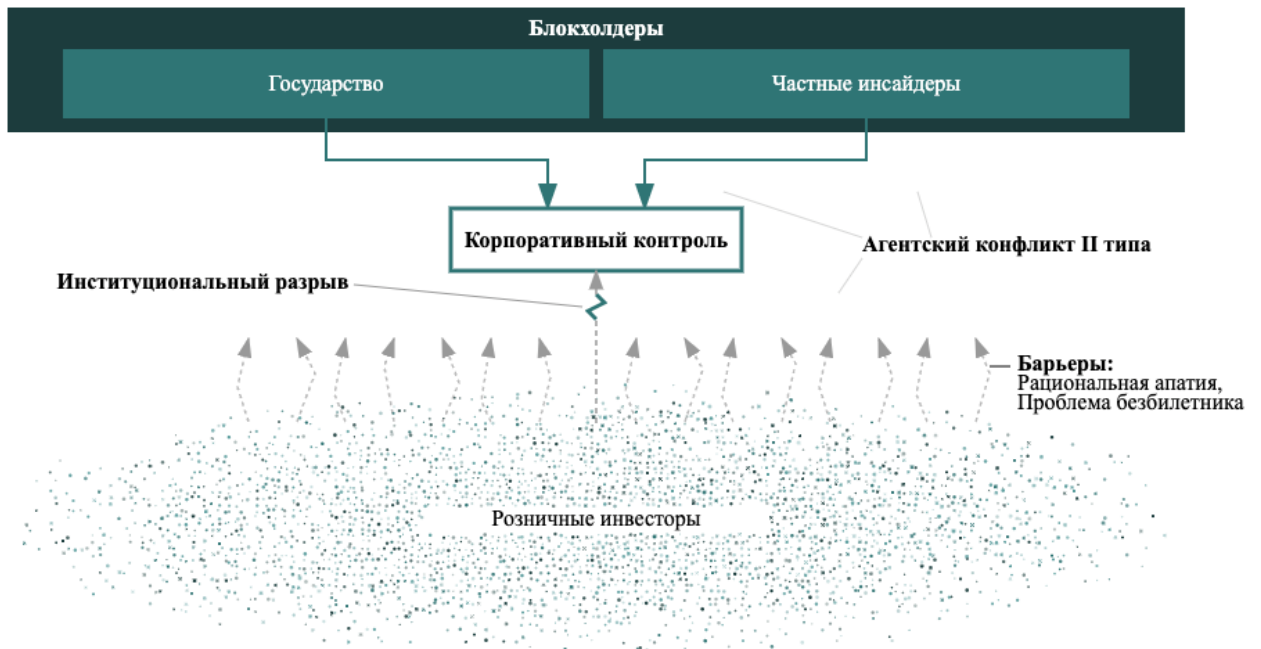
Одновременный рост числа миноритарных акционеров (в 2,6 раза) и усиление концентрации контроля (+77,5%) доказывают формирование на российском рынке устойчивой гибридной структуры собственности [47].

Данный результат опровергает прогноз классической парадигмы А. Берли и Г. Минза применительно к российскому рынку и подтверждает теоретическое положение, сформулированное в параграфе 1.1.

Процесс цифровизации носит выраженный асимметричный характер. Трансакционные издержки торговли радикально снизились, однако барьеры для осуществления контроля остались запретительно высокими. В результате ожидаемой дисперсии корпоративной власти не произошло. Рынок просто получил масштабный приток дополнительного капитала от пассивных инвесторов. Блокхолдеры, в свою очередь, обратили возникший избыток ликвидности исключительно в свою пользу. Они использовали его для дальнейшего укрепления собственных контрольных позиций. Подобная динамика доказывает строгую комплементарность, а не конкуренцию этих двух процессов.

Складывается весьма специфическая конфигурация. Массовое расширение базы миноритарных акционеров происходит синхронно

с ужесточением концентрации контроля. Возникает устойчивая архитектура корпоративных отношений, внутри которой заложен институциональный разрыв между контролирующими субъектами и остальной массой инвесторов. Данная конфигурация визуализирована на рисунке 3.



Источник: составлено автором.

Рисунок 3 – Концептуальная схема гибридной модели корпоративного управления

Представленная на рисунке 3 схема иллюстрирует базовую для отечественного фондового рынка расстановку сил. Ключевые блокхолдеры (в лице государства и пулов частных инсайдеров) обладают здесь беспрепятственным доступом к рычагам корпоративного контроля. Их влияние реализуется напрямую через физическое присутствие аффилированных лиц в совете директоров и органах исполнительной власти компаний. Розничные инвесторы, как свидетельствуют данные о динамике индекса Херфиндаля-Хиршмана и числа акционеров, остаются отделены от контура принятия решений: механизмы рациональной апатии и проблема безбилетника, рассмотренные в параграфе 1.1, по всей видимости, препятствуют трансляции количественного роста миноритарной базы в управленческое влияние. Пунктирные стрелки отражают формальное

наличие прав голоса, реализация которых, согласно имеющимся эмпирическим данным, носит ограниченный характер. Описанная конфигурация указывает на наличие агентского конфликта II типа – конфликта между контролирующими и неконтролирующими акционерами, – смягчение которого в условиях ограниченной работоспособности внешних механизмов контроля может быть связано с настройкой внутренних механизмов корпоративного управления.

Увеличение доли розничных инвесторов в объеме торгов сформировало глубокое расхождение между дисперсными правами на денежные потоки и жестко концентрированными правами контроля [44, с. 58]. Рынок корпоративного контроля и рынок миноритарного капитала функционируют параллельно, но изолированно друг от друга. Степень эффективности внешнего контроля определяется финансовой «близостью» инвестора к компании: крупные пакеты обеспечивают блокхолдерам привилегированный доступ к информации и прямую связь с менеджментом, тогда как мелкие инвесторы остаются на периферии корпоративной сети [111, с. 835]. Концентрированная структура собственности маргинализирует миноритариев, лишая их влияния на процессы принятия стратегических решений, и нередко сопровождается снижением уровня раскрытия информации [81, с. 1473; 82, с. 342].

Изолированность миноритариев во многом обусловлена их собственными поведенческими характеристиками. Большинство розничных инвесторов обладают слабо диверсифицированными портфелями и реализуют высокочастотные спекулятивные стратегии, что исключает долгосрочную вовлеченность в корпоративное управление [172]. На развивающихся рынках доступность цифровых торговых платформ в сочетании с пробелами в регулировании усиливает эти тенденции [90], а настроения массы неквалифицированных инвесторов оказывают мощное, но иррациональное воздействие на котировки, особенно в сегменте компаний, сложных для оценки [161]. В результате между корпорациями и розничными акционерами

формируется дисбаланс власти и разрыв в восприятии, блокирующий эффективное взаимодействие [175].

В основе этого лежит проблема коллективных действий, порожденная асимметрией транзакционных издержек, описанной в параграфе 1.1. В условиях концентрированной собственности зависимость объема получаемых экономических благ от доли владения носит линейный характер: контролирующие акционеры присваивают подавляющую часть выгод, оставляя миноритариев без реального влияния [57, с. 43]. Розничные инвесторы голосуют лишь малой долей своих акций по сравнению с институциональными владельцами, поскольку осознают ничтожность своих усилий [123, с. 420]. Даже фрагментарное внедрение технологий онлайн-голосования не решает проблему: их эффективность резко снижается в компаниях с высокой концентрацией собственности, так как миноритарии понимают, что исход голосования predetermined мажоритарием [147, с. 1040]. Реальными дисциплинирующими механизмами (борьбой за голоса по доверенности, активизмом хедж-фондов) способны воспользоваться лишь крупные институциональные игроки [99].

Осознавая невозможность преодоления этой асимметрии, розничный инвестор рационально выбирает стратегию рациональной апатии: он отказывается от попыток контроля и предоставляет капитал в обмен на остаточный доход – дивиденды. Контролирующие акционеры российских компаний ставят максимизацию дивидендов и удержание контроля выше долгосрочного роста капитализации [101, с. 439], а государство как доминирующий собственник жестко регламентирует дивидендные выплаты (не менее 50% чистой прибыли по МСФО), реализуя свои интересы через прямое изъятие прибыли [62, с. 50, 55]. Инвесторы формируют спрос на акции, ориентируясь в первую очередь на гарантированный дивидендный доход, а не на качество механизмов контроля [67, с. 10]. Вместе с тем в условиях информационной асимметрии мажоритарий может в любой момент изменить дивидендную политику в своих интересах, что делает

положение миноритариев уязвимым [204, с. 63]. Требования миноритариев к компаниям встречаются значительно реже, чем на развитых рынках, а дивидендная политика определяется исключительно балансом интересов мажоритарных групп [73].

Миноритарные акционеры в Российской Федерации лишены возможности осуществлять контроль за руководством, устранены от контрольно-ревизионной деятельности и вынуждены пассивно подчиняться решениям крупных собственников [9, с. 68-69]. Функционально розничный инвестор приобретает статус квази-кредитора: он поставляет капитал ради дивидендной доходности, но лишен как прав реального акционера (вследствие концентрации контроля), так и защитных механизмов классического кредитора (залогов, ковенантов). Формальные институты управления маскируют эту реальность: существует разрыв между внешней видимостью (наличие кодексов, политик) и содержательной стороной, которая сводится к обслуживанию интересов мажоритария [72, с. 86]. Помимо государства и узкой группы блокхолдеров, остальные заинтересованные стороны присутствуют в корпоративном контуре лишь номинально, не обладая действенными рычагами воздействия [70, с. 48]. В российских корпоративных отношениях нарастает усиление экономической власти мажоритарных акционеров, что институционально закрепляет неравноправное положение розничных инвесторов [23, с. 19-20], а модель в целом характеризуется преобладанием инсайдерского контроля при системной незащищенности прав миноритариев [22, с. 18].

Описанное положение миноритариев дополнительно усугубилось в ходе геополитического кризиса 2022 года. Массовый исход иностранных экспертов привел к вынужденной ротации в советах директоров и общему снижению доли независимых директоров [17, с. 26; 42, с. 235]. Публичные компании получили легальное право на снижение информационной прозрачности, массово перешли на заочные формы проведения общих собраний и частично приостановили публикацию нефинансовой отчетности [17, с. 19].

Легальное сокрытие информации еще более ограничило возможности миноритарных акционеров участвовать в корпоративном мониторинге [56, с. 28]. В условиях, когда корпоративное законодательство и правила определяются доминирующими инсайдерами, новые группы розничных инвесторов не имеют институциональных возможностей изменить сложившийся порядок [98, с. 159]. Историческая слабость защиты прав миноритариев приводит к тому, что их интересы систематически нарушаются [165]. Кодекс корпоративного управления прямо указывает на необходимость защиты миноритариев от злоупотреблений со стороны держателей контрольных пакетов [4], а наличие доминирующего акционера (особенно с долей свыше 75%) повышает вероятность ущемления прав остальных инвесторов [7, с. 3]. Присутствие контролирующих лиц может снижать агентскую проблему первого типа (менеджер-акционер) за счет плотного мониторинга, но порождает конфликт второго типа, ведущий к извлечению частных выгод в ущерб миноритариям [8, с. 20]. В компаниях, где директора одновременно являются крупными собственниками, возникает «эффект укоренения», снижающий эффективность традиционных механизмов корпоративного управления [141, с. 57].

Классическое разделение собственности и контроля, таким образом, нуждается в переосмыслении в условиях появления новых массовых инвесторов, чье присутствие фрагментирует бенефициарные права и требует от советов директоров новых подходов к балансировке множественных интересов [12, с. 205]. Приток физических лиц на биржу неизбежно обостряет конфликт агентских интересов [24, с. 64]. В сформировавшейся гибридной структуре, где внешние рыночные механизмы контроля – угроза поглощения, давление миноритариев – заблокированы концентрацией капитала и рациональной апатией, совет директоров остается единственным легитимным органом для разрешения конфликтов. Менеджмент и совет несут ответственность за справедливое распределение созданной стоимости; фаворитизм в пользу мажоритария ставит под угрозу устойчивость компании

и доверие публичного рынка [119, с. 112]. В условиях высокой концентрации собственности советы директоров российских компаний трансформируются из классического органа независимого мониторинга в «центры компетенций», поскольку крупные акционеры привлекают независимых директоров не для надзора, а для привнесения профессиональной экспертизы [33, с. 49; 61, с. 518]. В условиях высокой дистанции власти классические механизмы корпоративного управления искажаются, ослабляя роль независимого контроля [39, с. 246].

Проведенный анализ динамики структуры собственности за период с 2005 года по 2025 год позволяет сделать вывод: цифровизация и снижение барьеров входа на фондовый рынок не привели к конвергенции российской системы с аутсайдерской моделью корпоративного управления. Массовый приток розничных инвесторов был поглощен институциональной средой. В этой модели количественный рост миноритарной базы происходит параллельно с усилением концентрации корпоративного контроля. Рынок контроля и рынок миноритарного капитала функционируют изолированно. Столкнувшись с запретительно высокими издержками реализации прав контроля и невозможностью влиять на решения блокхолдеров, розничный инвестор приобретает статус пассивного поставщика ликвидности – квази-кредитора. Установление факта существования гибридной модели определяет логику дальнейшего исследования. Если миноритарные акционеры исключены из контура управления, а распределение долей собственности зафиксировано мажоритариями, то внешние атрибуты структуры капитала утрачивают объяснительную силу в контексте оценки эффективности компании. В таких условиях рыночная стоимость корпорации должна определяться качеством настройки ее внутренних механизмов корпоративного управления – архитектурой совета директоров, уровнем его независимости и функциональной эффективностью профильных комитетов. Эконометрическая проверка гипотез о влиянии этих факторов на стоимость

компании в условиях гибридной модели, а также тестирование модерирующей роли числа акционеров, будут представлены в следующем параграфе.

2.2 Анализ влияния факторов качества корпоративного управления на капитализацию компании

Результаты анализа трансформации структуры собственности, представленные в предыдущем параграфе, зафиксировали формирование на российском рынке гибридной модели корпоративного управления, в которой рост миноритарной базы сосуществует с усилением концентрации контроля. При сложившейся конъюнктуре экзогенные рычаги дисциплинирования руководства практически перестают работать. Вся тяжесть купирования агентских конфликтов переносится вовнутрь корпоративного контура. Главным стабилизатором здесь выступает непосредственно совет директоров. Данный параграф фокусируется на эконометрической верификации гипотез H1-H7. Анализируется влияние структурной архитектуры совета, состава его комитетов, а также конфигурации акционерного капитала на итоговую капитализацию публичных компаний. Специфический акцент сделан на тестировании модерирующего эффекта, который потенциально может генерировать расширяющаяся база розничных инвесторов.

Методологическим фундаментом выступает анализ панельных данных. Такой подход гарантирует изоляцию ненаблюдаемой гетерогенности фирмы и позволяет отфильтровать специфические отраслевые или временные шоки. Статус зависимой переменной присвоен логарифму приближенного коэффициента Тобина (\ln_q). Независимые регрессоры сгруппированы по четырем логическим блокам.

Исчерпывающее описание всех переменных регрессионных моделей, их обозначений, определений, экономического смысла и источников данных представлено в таблице 7.

Таблица 7 – Описание переменных регрессионных моделей

Обозначение	Переменная	Определение	Источник
Зависимая переменная			
ln_q	Логарифм приближенного коэффициента Тобина	Логарифм отношения суммы рыночной капитализации и совокупных обязательств к совокупным активам	Мосбиржа, отчетность по МСФО
Контрольные переменные			
ln_assets	Размер компании	Логарифм совокупных активов, руб.	Отчетность по МСФО
leverage	Долговая нагрузка	Отношение совокупного долга к активам, доли ед.	Отчетность по МСФО
noncurrent	Доля внеоборотных активов	Доля внеоборотных активов в совокупных активах, доли ед.	Отчетность по МСФО
Характеристики совета директоров			
bsize	Размер совета	Число членов совета директоров, чел.	Отчеты эмитентов
bsize_sq	Размер совета в квадрате	$bsize^2$, для учета нелинейного эффекта	Расчет
indep	Независимость совета	Доля независимых директоров, доли ед.	Отчеты эмитентов
indep_sq	Независимость совета в квадрате	$indep^2$, для учета нелинейного эффекта	Расчет
female	Гендерное разнообразие	Доля женщин в совете, доли ед.	Отчеты эмитентов
age_over60	Доля директоров 60+	Доля членов совета старше 60 лет, доли ед.	Отчеты эмитентов
age_under45	Доля директоров до 45	Доля членов совета моложе 45 лет, доли ед.	Отчеты эмитентов
Структура собственности			
dir_ownership	Владение директоров	Средняя доля директора в акционерном капитале, в процентах	Отчеты эмитентов
hhi	Концентрация собственности	Индекс НИИ по долям акционеров, приведенный к диапазону [0; 1]	Отчеты эмитентов
state_share	Государственное участие	Доля акций, принадлежащих государству, в процентах	Отчеты эмитентов
d_golden	Золотая акция	Равно 1, если компания имеет золотую акцию, иначе 0	Отчеты эмитентов
ln_shareholders	Логарифм числа акционеров	Логарифм единицы плюс число лиц, включенных в список для участия в общем собрании акционеров	Отчеты эмитентов
Комитеты совета			
d_gov_comm	Комитет по корпоративному управлению	Равно 1, если комитет существует, иначе 0	Отчеты эмитентов
d_esg_comm	Комитет по устойчивому развитию	Равно 1, если комитет существует, иначе 0	Отчеты эмитентов
d_strat_comm	Комитет по стратегии	Равно 1, если комитет существует, иначе 0	Отчеты эмитентов
d_invest_comm	Комитет по инвестициям	Равно 1, если комитет существует, иначе 0	Отчеты эмитентов
d_budget_comm	Комитет по бюджету и финансам	Равно 1, если комитет существует, иначе 0	Отчеты эмитентов
comm_particip	Доля директоров, участвующих в комитетах	Доля членов совета, входящих хотя бы в один комитет, доли ед.	Расчет
n_comm	Число комитетов	Количество комитетов совета, ед.	Расчет

Источник: составлено автором.

Исключение классических бухгалтерских метрик рентабельности (ROA, ROE) из спецификации обусловлено их сугубо ретроспективным ограничением и высокой уязвимостью к легальным бухгалтерским манипуляциям. Корпоративная учетная политика позволяет варьировать принципы амортизации и переоценки активов, искажая реальную экономическую эффективность. Рыночные мультипликаторы действуют иначе: они непрерывно абсорбируют дисконтированные ожидания инвесторов относительно будущих денежных потоков и рисков. В качестве зависимой переменной, отражающей стоимость, выбран логарифм приближенного коэффициента Тобина (\ln_q). Данный показатель фильтрует «шум» и фиксирует прямую реакцию рынка на качество корпоративного управления [149].

Первый блок регрессоров агрегирует контрольные финансовые параметры. Масштаб компании (\ln_assets) изолирует эффект размера, учитывая потенциальную экономию на масштабе и неравномерный доступ к рынкам капитала. Уровень долговой нагрузки (*leverage*) квантифицирует структуру капитала. В парадигме агентских конфликтов долг выступает жестким дисциплинирующим механизмом: необходимость обслуживания обязательств связывает свободный денежный поток, блокируя менеджменту возможность неэффективных инвестиций. Доля внеоборотных активов (*noncurrent*) параметризует инвестиционный профиль компании и структуру активов.

Второй кластер тестирует внутренние характеристики совета директоров (гипотезы H1-H4). Интеграция физического размера органа (*bsize*) совместно с его квадратичной формой (*bsize_sq*) необходима для фиксации нелинейных эффектов. Чрезмерное расширение совета директоров неизбежно генерирует проблему «безбилетника» и экспоненциально увеличивает транзакционные издержки координации, парализуя оперативность принятия решений. Аналогичной параболической траекторией описывается оценка независимости совета (*indep*, *indep_sq*). Оптимум здесь достигается в точке

перегиба – балансе между жесткостью объективного внешнего надзора и информационной асимметрией, от которой хронически страдают независимые директора из-за нехватки внутренней экспертизы. Демографическая гетерогенность задана: женским представительством (*female*) и возрастными стратами (*age_over60*, *age_under45*), что измеряет уровень когнитивного разнообразия и коллективную склонность к риску.

Третий вектор анализа направлен на архитектуру собственности (гипотезы H5, H6). Концентрация акционерного капитала измеряется индексом Херфиндаля-Хиршмана (*hhi*). Математический алгоритм индекса имеет известный аналитический дефект: он способен генерировать идентичные значения для структур с принципиально разным распределением мажоритарного веса [211]. Для компенсации этого искажения спецификация усилена контролем государственного участия (*state_share*) и наличием специального права вето – «золотой акции» (*d_golden*). Уровень вовлеченности инсайдеров фиксируется прямым владением директоров (*dir_ownership*), тестируя гипотезу конвергенции интересов управляющих и акционеров. Логарифм числа акционеров (*ln_shareholders*) выступает прямым эконометрическим прокси для оценки дисперсии базы розничных инвесторов. Данный регрессор критически важен для верификации заявленного модерирующего эффекта.

Четвертый блок изолирует функциональную архитектуру совета (гипотеза H7). Бинарные переменные профильных комитетов (*d_gov_comm*, *d_esg_comm*, *d_strat_comm*, *d_invest_comm*, *d_budget_comm*) позволяют измерить уровень специализации надзорных функций. Метрика доли вовлеченных директоров (*comm_particip*) переносит фокус с номинального наличия структур на фактическую операционную нагрузку аппарата управления. Переменная *n_comm* дополнительно оценивает общую структурную плотность. Описательная статистика выборки, представленная в таблице 8, агрегирует базовые распределения, формирующие фундамент эконометрического моделирования.

Таблица 8 – Описательная статистика переменных выборки

Переменная	Среднее	Стандартное отклонение	Минимум	Первый квартиль	Медмана	Третий квартиль	Максимум	Асимметрия	Экссесс
ln_assets	24,366	2,029	19,472	22,802	24,368	25,590	31,055	0,352	0,015
leverage	0,613	0,402	0,000	0,356	0,575	0,793	5,166	3,340	26,403
noncurrent	0,585	0,251	0,000	0,393	0,658	0,791	0,999	-0,607	-0,787
bsize	8,900	2,257	5,000	7,000	9,000	11,000	15,000	0,516	-0,067
bsize_sq	84,298	43,302	25,000	49,000	81,000	121,000	225,000	1,130	1,348
indep	0,126	0,206	0,000	0,000	0,000	0,222	1,000	1,754	2,588
indep_sq	0,058	0,137	0,000	0,000	0,000	0,049	1,000	3,606	15,451
female	0,138	0,144	0,000	0,000	0,111	0,222	0,857	1,162	1,288
age_over60	0,132	0,177	0,000	0,000	0,091	0,200	1,000	1,873	3,962
age_under45	0,427	0,257	0,000	0,222	0,429	0,625	1,000	0,102	-0,900
dir_ownership	0,594	1,967	0,000	0,000	0,000	0,005	20,000	4,272	20,877
hhi	0,430	0,251	0,049	0,236	0,358	0,637	1,000	0,550	-0,808
d_gov_comm	0,051	0,220	0,000	0,000	0,000	0,000	1,000	4,088	14,715
d_esg_comm	0,044	0,205	0,000	0,000	0,000	0,000	1,000	4,442	17,733
d_strat_comm	0,254	0,435	0,000	0,000	0,000	1,000	1,000	1,129	-0,726
d_invest_comm	0,092	0,289	0,000	0,000	0,000	0,000	1,000	2,829	6,008
d_budget_comm	0,039	0,194	0,000	0,000	0,000	0,000	1,000	4,745	20,517
state_share	8,884	21,278	0,000	0,000	0,000	0,000	100,000	2,551	5,616
d_golden	0,040	0,195	0,000	0,000	0,000	0,000	1,000	4,709	20,183
comm_particip	0,256	0,313	0,000	0,000	0,111	0,444	1,000	0,958	-0,387
n_comm	1,450	1,779	0,000	0,000	1,000	3,000	8,000	1,170	0,713
ln_q	-0,008	0,527	-2,648	-0,311	-0,005	0,283	2,654	0,088	1,453

Источник: составлено автором.

Распределение переменных указывает на консервативный подход российских эмитентов к формированию советов директоров. Средняя доля независимых директоров (*indep*) составляет 12,6% при медианном значении, равном нулю, что отражает доминирование инсайдерского контроля. Сходная картина наблюдается в области гендерного разнообразия: средняя доля женщин (*female*) составляет 13,8% при медиане 11,1%, что при среднем размере совета в 8,9 человек эквивалентно присутствию одной женщины. В целом в Российской Федерации зафиксирован низкий уровень представительства женщин в советах директоров публичных компаний (около 8,4%), при этом регулятор ограничивается механизмами мягкого права, не устанавливая обязательных квот [35].

Возрастная структура также демонстрирует характерные перекосы. Высокая концентрация собственности и государственное участие нередко приводят к формированию советов из лиц старшей возрастной группы, что снижает вариативность возрастных переменных.

Показатели структуры собственности подтверждают высокую концентрацию контроля. Медианное значение ННІ составляет 0,358, что соответствует высококонцентрированному рынку. Среднее владение директоров (*dir_ownership*) при значении 0,594% имеет медиану, равную нулю, и коэффициент асимметрии 4,272 – большинство директоров не обладают долями в акционерном капитале.

Среди переменных комитетной структуры наиболее распространен комитет по стратегии (*d_strat_comm* – 25,4% наблюдений). Комитет по корпоративному управлению (*d_gov_comm*) встречается лишь в 5,1% случаев. Медианная доля директоров, вовлеченных хотя бы в один комитет (*comm_particip*), составляет 11,1%, что свидетельствует о высокой степени формализма в работе советов.

Анализ распределения также выявляет выраженную сегментацию выборки по уровню государственного присутствия. Метрика государственной доли (*state_share*) при нулевой медиане показывает средний уровень в 8,88%

и существенный положительный эксцесс (5,616). Это подтверждает наличие отдельного кластера компаний с преобладающим государственным капиталом, где стандартные рыночные механизмы мониторинга могут замещаться административным надзором, в том числе через использование «золотой акции» (d_golden фиксируется в 4% наблюдений).

Распределение зависимой переменной, коэффициента Тобина (\ln_q), характеризуется смещением в область отрицательных значений (медиана -0,005, среднее -0,008) при значительном размахе от -2,648 до 2,654. Данный показатель свидетельствует о том, что для заметной части анализируемой совокупности капитализация не превышает балансовую стоимость активов. Фиксация подобного дисконта эмпирически обосновывает целесообразность дальнейшего эконометрического тестирования гипотез о влиянии внутренней конфигурации совета директоров на преодоление информационной асимметрии и последующий рост стоимости бизнеса.

Точка, в которой квадратичная зависимость переменной от ее линейного и квадратичного членов достигает экстремума, рассчитывается по формуле (2)

$$x = -\frac{\beta_L}{2\beta_Q}, \quad (2)$$

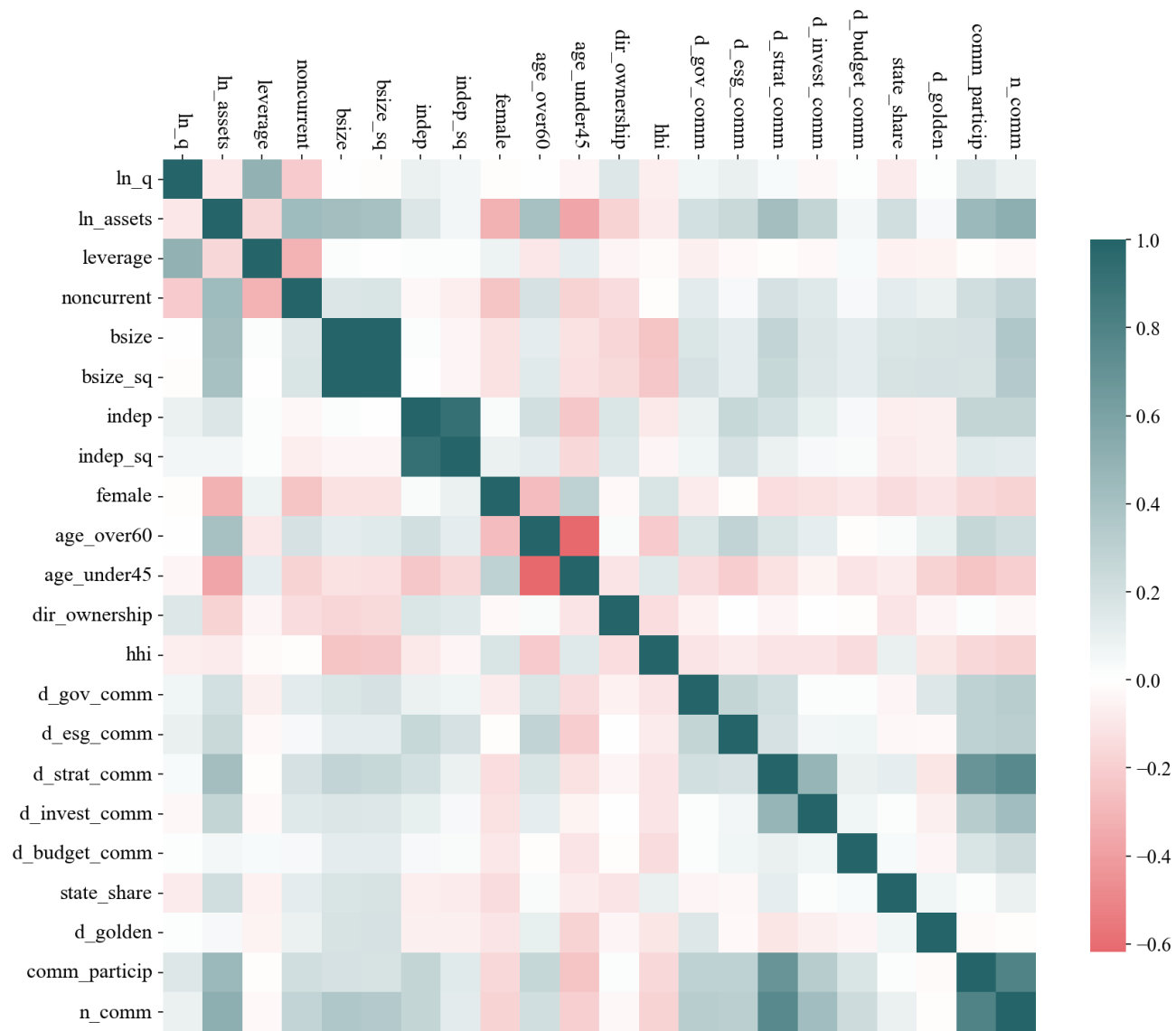
где x – расчетная точка максимума;

β_L – оценка коэффициента при линейном члене;

β_Q – оценка коэффициента при квадратичном члене.

При одновременном выполнении условий $\beta_L > 0$ и $\beta_Q < 0$ точка x соответствует максимуму функции, что отвечает гипотезе о перевернутой U-образной форме связи.

Перед построением регрессионных моделей выполнен анализ мультиколлинеарности независимых переменных. Тепловая карта парных коэффициентов корреляции Пирсона представлена на рисунке 4.



Источник: составлено автором.
 Рисунок 4 – Тепловая карта парных коэффициентов корреляций Пирсона

Анализ матрицы корреляций не выявил критических уровней взаимосвязи между независимыми переменными. Значения коэффициента VIF для базовых регрессоров не превышают 3,7. Повышенные значения VIF наблюдаются только для переменных *bsize* и *indep* в паре с их квадратичными формами, что представляет собой структурную мультиколлинеарность, математически неизбежную при включении полиномиальных членов, и не нарушает предпосылок оценивания.

Декомпозиция дисперсии показывает, что медианная доля межфирменной составляющей в общей дисперсии переменных составляет 64,75% (средняя – 65,82%). Применение модели с фиксированными эффектами на уровне компании при такой структуре данных привело бы к потере основного источника вариации, необходимого для идентификации параметров, поскольку независимые переменные изменяются преимущественно между компаниями, а не во времени. Гипотезы проверяются методом наименьших квадратов с фиксированными эффектами отрасли (компании распределены по 14 разделам Международной стандартной отраслевой классификации всех видов экономической деятельности (далее – МСОК), отраженным в таблице А.1 приложения А) и года, что позволяет контролировать ненаблюдаемую неоднородность. Стандартные ошибки рассчитаны с кластеризацией по компании и году. Выбор спецификации с отраслевыми, а не фирменными фиксированными эффектами требует дополнительного обоснования, поскольку в исследованиях корпоративного управления фиксированные эффекты на уровне компании являются стандартным инструментом контроля ненаблюдаемой гетерогенности. Однако данный подход предполагает идентификацию параметров по внутрифирменной вариации, то есть по изменениям во времени внутри одной компании. Поскольку состав совета директоров, структура комитетов и конфигурация собственности российских эмитентов меняются медленно и дискретно, внутрифирменная вариация оказывается недостаточной для надежной оценки коэффициентов. Отраслевые

фиксированные эффекты сохраняют межфирменную вариацию, контролируя при этом различия в рыночной оценке между секторами экономики. Модель задается формулой (3)

$$\ln Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Board}_{it} + \beta_2 \text{Own}_{it} + \beta_3 \text{Comm}_{it} + \gamma X_{it} + \alpha_{s(i)} + \tau_t + \varepsilon_{it}, \quad (3)$$

где $\ln Q_{it}$ – логарифм коэффициента Тобина компании i в квартале t ;
 β_0 – свободный член уравнения регрессии;
 $\beta_1, \beta_2, \beta_3$ – векторы коэффициентов при группах регрессоров;
 Board_{it} – вектор характеристик совета компании i в квартале t ;
 Own_{it} – вектор характеристик собственности компании i в квартале t ;
 Comm_{it} – вектор характеристик комитетов компании i в квартале t ;
 γ – вектор коэффициентов при финансовых контрольных переменных;
 X_{it} – вектор финансовых контролей компании i в квартале t ;
 $\alpha_{s(i)}$ – фиксированный эффект отрасли s компании i ;
 τ_t – фиксированный эффект года t ;
 ε_{it} – случайная ошибка для компании i в квартале t .

Оценка проводится в шести спецификациях с последовательным расширением набора переменных: только контрольные финансовые переменные (модель 1); с добавлением характеристик совета директоров (модель 2); с включением структуры собственности (модель 3); полная модель с индикаторами наличия комитетов, государственным участием и золотой акцией (модель 4); модель с долей директоров, участвующих в комитетах (модель 5); альтернативная спецификация с числом комитетов (модель 6).

Последовательное наращивание спецификаций позволяет отследить, как включение каждого нового блока переменных изменяет оценки предшествующих параметров. Результаты регрессионного анализа представлены в таблице 9.

Таблица 9 – Влияние факторов корпоративного управления на коэффициент Тобина

Переменная	Модель 1	Модель 2	Модель 3	Модель 4	Модель 5	Модель 6
ln_assets	-0,002 (0,019)	-0,039** (0,019)	-0,036* (0,020)	-0,038* (0,020)	-0,046** (0,020)	-0,042** (0,020)
leverage	0,642*** (0,087)	0,627*** (0,082)	0,636*** (0,084)	0,642*** (0,082)	0,639*** (0,084)	0,641*** (0,084)
noncurrent	-0,167 (0,120)	-0,133 (0,110)	-0,116 (0,110)	-0,127 (0,111)	-0,130 (0,110)	-0,139 (0,111)
bsize	–	0,110 (0,075)	0,121* (0,073)	0,132* (0,073)	0,130* (0,071)	0,128* (0,073)
bsize_sq	–	-0,005 (0,004)	-0,005 (0,004)	-0,006* (0,004)	-0,006* (0,003)	-0,006* (0,004)
indep	–	0,773*** (0,205)	0,720*** (0,208)	0,656*** (0,216)	0,533** (0,208)	0,562*** (0,202)
indep_sq	–	-0,893*** (0,258)	-0,854*** (0,261)	-0,822*** (0,264)	-0,661*** (0,255)	-0,716*** (0,251)
female	–	-0,158 (0,143)	-0,149 (0,141)	-0,160 (0,143)	-0,159 (0,142)	-0,156 (0,143)
age_over60	–	0,162 (0,154)	0,159 (0,154)	0,088 (0,146)	0,073 (0,140)	0,102 (0,143)
age_under45	–	-0,103 (0,104)	-0,083 (0,105)	-0,087 (0,107)	-0,082 (0,106)	-0,088 (0,105)
dir_ownership	–	–	0,019* (0,012)	0,023** (0,011)	0,022** (0,011)	0,022** (0,011)
hhi	–	–	0,010 (0,090)	0,031 (0,090)	0,040 (0,088)	0,035 (0,090)
d_gov_comm	–	–	–	0,192*** (0,068)	0,147** (0,063)	0,156** (0,070)
d_esg_comm	–	–	–	0,134 (0,110)	0,115 (0,107)	0,112 (0,107)
d_strat_comm	–	–	–	0,062 (0,051)	-0,034 (0,055)	-0,003 (0,055)
d_invest_comm	–	–	–	-0,059 (0,059)	-0,064 (0,060)	-0,075 (0,059)
d_budget_comm	–	–	–	-0,034 (0,047)	-0,079 (0,048)	-0,075 (0,048)
state_share	–	–	–	-0,001 (0,001)	-0,000 (0,001)	-0,000 (0,001)
d_golden	–	–	–	0,122 (0,142)	0,112 (0,136)	0,112 (0,140)
comm_particip	–	–	–	–	0,263*** (0,070)	–
n_comm	–	–	–	–	–	0,032** (0,015)
R ²	0,382	0,412	0,416	0,431	0,440	0,434
R ² скорр.	0,379	0,409	0,412	0,427	0,436	0,430
Клас. ст. о. (компания)	Да	Да	Да	Да	Да	Да
Клас. ст. о. (год)	Да	Да	Да	Да	Да	Да
Фикс. эффекты (отрасль)	Да	Да	Да	Да	Да	Да
Фикс. эффекты (год)	Да	Да	Да	Да	Да	Да

* p < 0,1; ** p < 0,05; *** p < 0,01

Источник: составлено автором.

Контрольные переменные демонстрируют устойчивые закономерности. Долговая нагрузка (leverage) положительно связана с коэффициентом Тобина (значимость на уровне 1% во всех спецификациях), что частично объясняется механикой расчета зависимой переменной, числитель которой включает совокупные обязательства. Размер компании (\ln_assets) отрицательно связан со стоимостью, что согласуется с представлениями о дисконте за размер и усложнении контроля в крупных корпорациях.

Центральным результатом является подтверждение гипотезы H2 о нелинейной связи между независимостью совета и стоимостью. Переменные $indep$ и $indep_sq$ (модели 2-6) формируют статистически значимую (на уровне 1-5%) перевернутую U-образную зависимость с экстремумом в диапазоне 40-43%. Линейные спецификации не способны обнаружить эту связь, что делает их несостоятельными для анализа российского рынка [42, с. 234]. На развивающихся рынках формальная независимость не гарантирует эффективности, и прямая положительная связь между долей независимых директоров и стоимостью не подтверждается [17, с. 27].

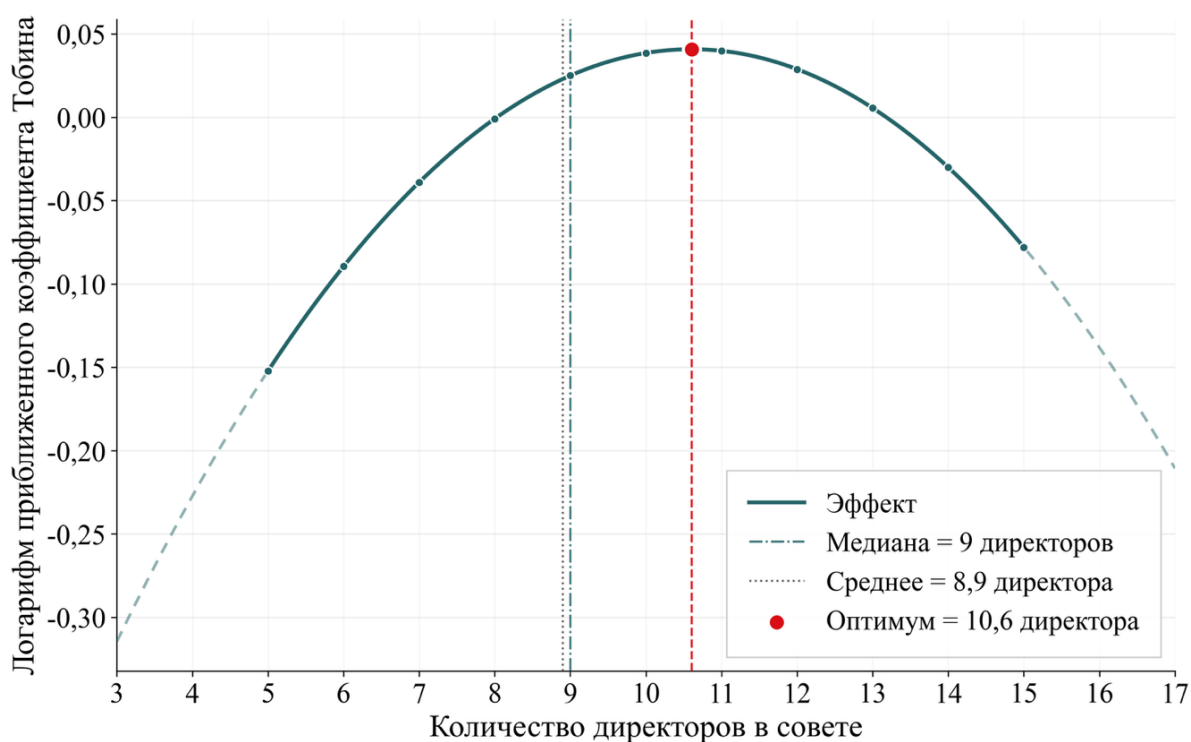
Экономический смысл оптимума 40-43% раскрывается через баланс двух противоположенных эффектов. С одной стороны, независимые директора усиливают мониторинг и ограничивают оппортунизм менеджмента. С другой – их эффективность ограничена информационной асимметрией между внешними наблюдателями и инсайдерами. Независимые директора, являясь сотрудниками на условиях частичной занятости, обладают несопоставимо меньшими знаниями о специфике бизнеса по сравнению с внутренними директорами [109, с. 342], а при высоких издержках получения внутрикорпоративной информации расширение доли внешних директоров отрицательно сказывается на результатах [85]. Превышение оптимума ведет к вытеснению носителей уникальной экспертизы, что в условиях слабой информационной прозрачности российского рынка подрывает процесс принятия стратегических решений. Кроме того, в системах с высокой концентрацией собственности и государственным участием независимость

совета нередко остается формальной, а директорам недостает реальных полномочий для изменения корпоративной политики [21, с. 129; 217, с. 105]. Таким образом, оптимум в 40-43% отражает рубеж, за которым дополнительный формальный комплаенс начинает негативно влиять на стоимость компании.

Нелинейная зависимость (гипотеза H1) выявлена и для размера совета директоров. В полных спецификациях (модели 4-6) регрессоры *b_{size}* и *b_{size_sq}* фиксируют статистическую значимость на десятипроцентном уровне. Математическая точка экстремума пройдена на отметке около 11 членов. Компактным советам объективно не хватает широкой ресурсной экспертизы. Однако раздувание состава сверх одиннадцати человек дает обратный эффект. Координационные издержки начинают расти нелинейно. Внутри самого органа управления неизбежно возникает классическая проблема коллективного действия.

Переход от интерпретации отдельных коэффициентов к анализу формы функции отклика требует визуального представления оцененной зависимости. Знаки коэффициентов при линейном и квадратичном членах переменной размера совета определяют направление кривизны, однако положение точки экстремума и характер изменения функции при отклонении от оптимума в обе стороны могут быть адекватно оценены только при построении кривой предсказанных значений во всем релевантном диапазоне изменения аргумента. Для построения такой кривой используется следующая процедура: при каждом целочисленном значении размера совета от 3 до 17 директоров рассчитывается прогноз логарифма приближенного коэффициента Тобина по уравнению модели 5, при этом все остальные регрессоры – финансовые контроли, характеристики совета, структура собственности, индикаторы комитетов – фиксируются на своих выборочных средних. Полученные таким образом значения образуют кривую, представленную на рисунке 5, и позволяют оценить, при каком размере совета предсказанная рыночная

оценка достигает максимума, а также насколько существенно она снижается при удалении от этой точки.



Источник: составлено автором.

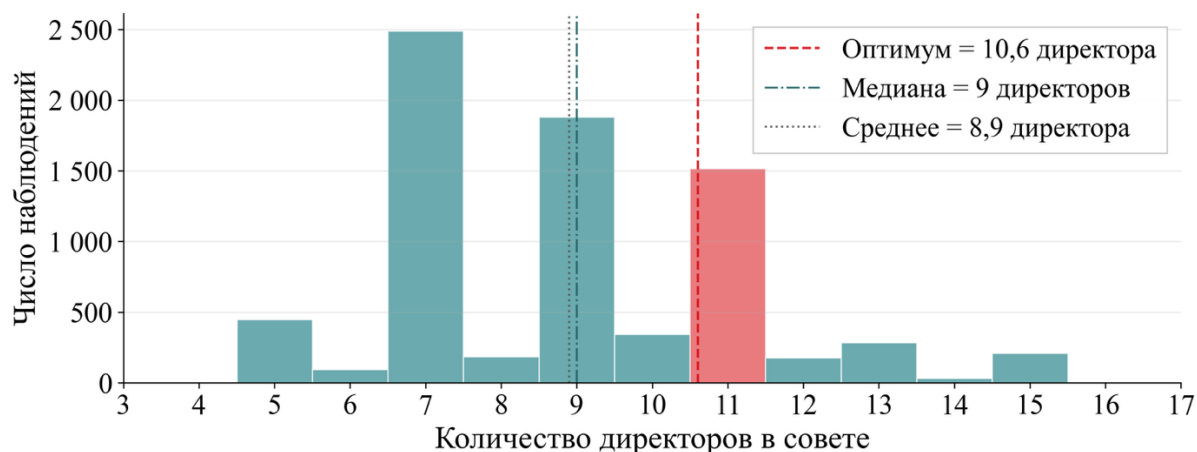
Рисунок 5 – Нелинейная зависимость стоимости компании от размера совета директоров

Оцененная кривая имеет выраженную перевернутую U-образную форму с точкой максимума при 10,6 директора, что соответствует расчету по отношению коэффициентов при переменных b_{size} и b_{size_sq} в модели 5. Сплошная часть линии охватывает интервал от 5 до 15 директоров, в котором находится все наблюдения выборки, и именно на этом интервале оцененные значения функции опираются на фактические данные. Пунктирное продолжение кривой за пределами этого диапазона представляет собой экстраполяцию: содержательный вывод о форме зависимости при размерах совета менее 5 и более 15 директоров ограничен отсутствием подобных наблюдений в выборке, и пунктирные сегменты приводятся исключительно для иллюстрации математической формы квадратичной спецификации. Вертикальные линии, нанесенные на рисунок, отражают ключевые ориентиры: штрих-пунктирная соответствует выборочной медиане,

составляющей 9 директоров, точечная – среднему значению в 8,9 директора, красная пунктирная с отмеченной вершиной – рассчитанной точке оптимума в 10,6 директора. Взаимное расположение этих ориентиров показывает, что фактическая практика российских публичных компаний в среднем отстает от выявленного максимума функции стоимости приблизительно на 1,5-1,7 директора – величина, которая находится в пределах обычной ротации состава совета и не требует радикальной реорганизации органа управления. Дополнительной проверкой устойчивости формы связи послужил тест Линда-Мельхума на инвертированную U-зависимость, результаты которого показали р-значение 0,067, что позволяет отвергнуть гипотезу о монотонной связи на десятипроцентном уровне значимости, однако не на более строгих конвенциональных уровнях. Качественная форма зависимости остается устойчивой, тогда как точное положение максимума идентифицируется со значительной неопределенностью.

Оценка положения рассчитанного оптимума относительно шкалы возможных значений размера совета приобретает практическое значение только при сопоставлении с тем, как этот признак распределен в реальной выборке. Если точка максимума функции стоимости располагается в области, практически не представленной фактическими наблюдениями, она становится сугубо математической конструкцией, не имеющей непосредственного применения к сложившейся корпоративной практике. Если же максимум попадает в плотную область распределения, содержательная интерпретация оценки существенно укрепляется, а соответствующие рекомендации приобретают практическую реализуемость.

Для проверки этого соотношения построена гистограмма частотного распределения числа директоров по всем наблюдениям, отраженная на рисунке 6. Шаг распределения составляет одного директора, что соответствует целочисленной природе переменной. Столбец, в который попадает точечная оценка оптимума, выделен красным цветом для визуального сопоставления с основным массивом наблюдений.



Источник: составлено автором.

Рисунок 6 – Распределение размеров советов директоров

Распределение размеров советов говорит о многомодальной структуре с наиболее представленной категорией в семь директоров, насчитывающей 2489 наблюдений (32% от всей выборки). Вторая по численности категория – советы из 9 директоров – охватывает 1883 наблюдений, третья – советы из 11 директоров – 1523 наблюдений. На эти три категории суммарно приходится 76% процентов всех наблюдений выборки. Столь выраженная концентрация вокруг нечетных значений отражает институциональную инерцию российской практики: большинство эмитентов формируют советы нечетной численности, что соответствует базовым рекомендациям Кодекса корпоративного управления Банка России и упрощает процедуры голосования при равном разделении позиций. Категории с четным числом директоров – 8, 10, 12, 14 – представлены значительно слабее, что свидетельствует не о случайной вариации, а об устойчивом нормативном предпочтении.

Рассчитанный оптимум, равный 10,6 директора, попадает в категорию советов с 11 директорами, которая является третьей по численности в выборке; это означает, что точечная оценка максимума получена на значительном объеме фактических данных, а не в области экстраполяции.

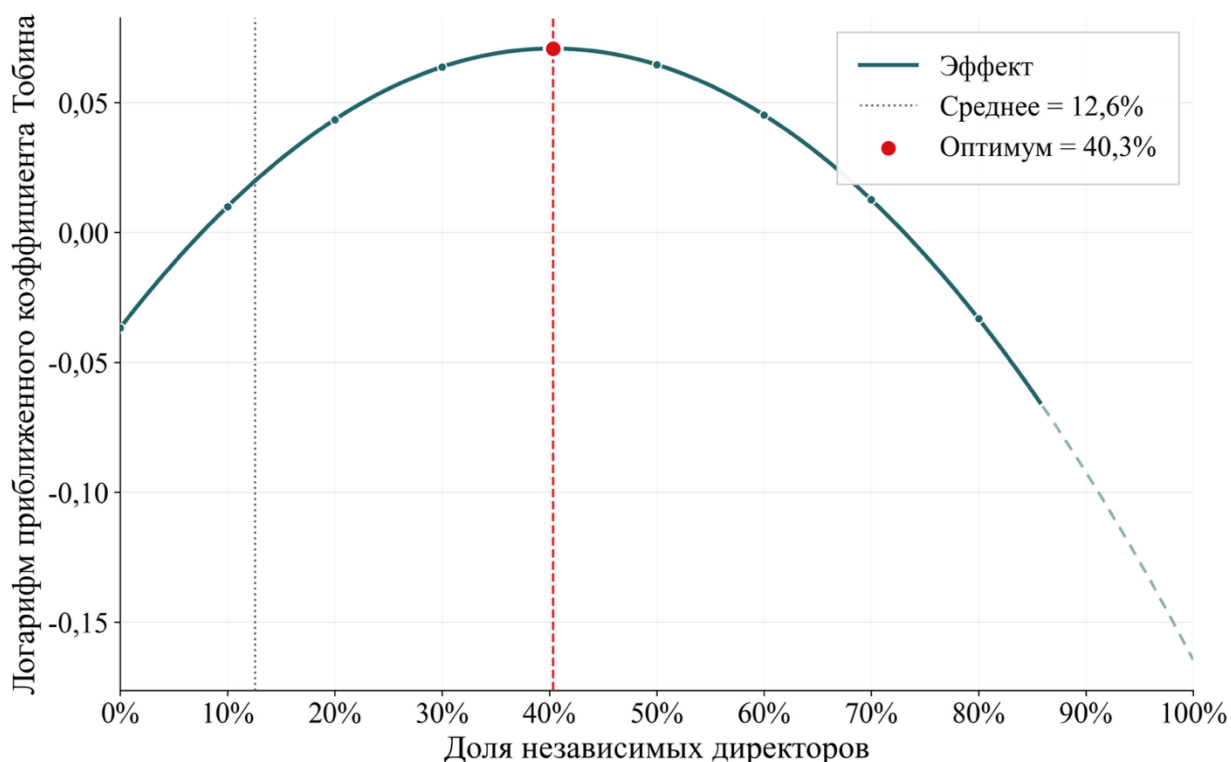
Выборочная медиана в 9 директоров и среднее в 8,9 располагаются левее оптимума, то есть характеризуют советы меньшего размера по сравнению с рассчитанным максимумом.

Расстояние между медианой и оптимумом составляет менее двух директоров, а переход к составу совета из 11 директоров не встречает серьезных правовых или организационных ограничений. Сопоставление кривой эффекта и гистограммы распределения показывает, что умеренное увеличение размера совета до 11 директоров, даже при слабо идентифицированном оптимуме, не противоречит сложившейся практике и может рассматриваться как возможное направление настройки состава органа управления – при условии, что такое изменение сопровождается функциональным распределением новых членов по профильным комитетам.

Эмпирическая оценка перевернутой U-образной зависимости между долей независимых директоров и рыночной стоимостью компании составляет центральный результат настоящего параграфа и требует визуального представления, позволяющего оценить форму функции, положение максимума и скорость изменения рыночной оценки при отклонении от оптимума.

Процедура построения аналогична той, что применена в отношении размера совета: для каждого значения доли независимых директоров в диапазоне от 0 до 100 процентов с шагом 10 процентных пунктов рассчитывается предсказанное значение логарифма приближенного коэффициента Тобина по уравнению модели 5, при этом все прочие регрессоры фиксируются на выборочных средних.

Принципиальное различие между двумя переменными состоит в большем разбросе доли независимых директоров: тогда как размер совета принимает ограниченное число целочисленных значений, доля независимых представляет собой непрерывную величину на интервале от нуля до единицы, что позволяет получить существенно более плотное заполнение области определения функции. График представлен на рисунке 7.



Источник: составлено автором.

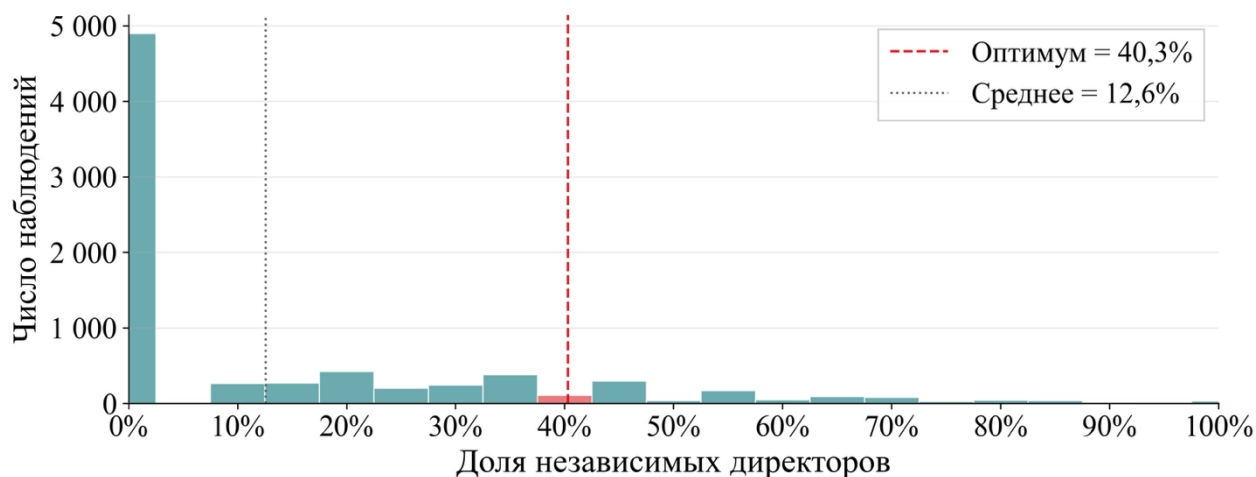
Рисунок 7 – Нелинейная зависимость стоимости компании от доли независимых директоров в совете

Оцененная кривая имеет выраженную перевернутую U-образную форму с точкой максимума на уровне 40,3%, что соответствует расчету по отношению коэффициентов при переменных $indep$ и $indep_sq$ в модели 5. Область сплошной линии – от 0% до 86% – охватывает интервал между первым и девяносто девятым процентилями наблюдаемых значений и представляет собой зону достоверной интерпретации функции. Участок кривой от 86% до 100%, отмеченный пунктиром, является экстраполяцией: в выборке очень мало наблюдений с настолько высокой долей независимых директоров, и оцененные значения в этом диапазоне приводятся лишь для демонстрации формы квадратичной спецификации. Тест Линда-Мельхума на инвертированную U-форму дает для этой переменной p -значение 0,008, что ниже однопроцентного порога значимости и свидетельствует об устойчивой идентификации нелинейного характера связи. Это важное отличие от случая размера совета, где форма связи подтверждалась лишь на десятипроцентном уровне: для доли независимых директоров форма

функции идентифицируется надежно. Функциональная симметрия параболы относительно точки максимума означает, что отклонение доли независимых от оптимума на одну и ту же величину в меньшую или большую сторону ассоциировано со сходным снижением предсказанной стоимости, однако на практике существенную роль играет именно направление отклонения: падение оценки на левом крае распределения происходит в зоне, где фактически сосредоточено большинство российских эмитентов, тогда как правый край в значительной мере является областью экстраполяции. Серая точечная линия, соответствующая среднему значению доли независимых директоров в выборке (12,6%), располагается значительно левее оптимума. Низкий показатель обусловлен тем, что до введения Кодекса корпоративного управления независимые директора в российских компаниях практически отсутствовали. В последние годы доля независимых директоров выросла и приблизилась к оптимальному уровню. Разрыв между фактической средней практикой за период с 2005 года по 2025 год и рассчитанным максимумом составляет около 28 процентных пунктов.

Оценка рассогласования между выявленным оптимумом и сложившейся корпоративной практикой требует анализа эмпирического распределения доли независимых директоров по всей выборке. В отличие от размера совета, где распределение имеет дискретный характер и концентрируется вокруг нескольких типовых значений, доля независимых директоров принимает непрерывные значения и может оказаться распределенной как относительно равномерно, так и с выраженной асимметрией – каждый из этих вариантов имеет различные содержательные следствия для практических рекомендаций. Если большинство эмитентов сосредоточено вблизи оптимума, предлагаемые меры должны быть сфокусированы на точечной калибровке состава совета. Если же масса наблюдений располагается далеко от максимума, речь идет о системном рассогласовании практики с эмпирически обоснованным ориентиром. Для прояснения этого вопроса построена гистограмма распределения, отраженная на рисунке 8, с шагом 5 процентных пунктов,

обеспечивающим достаточное разрешение в плотных областях распределения при сохранении читаемости графика. Столбец, в который попадает рассчитанный оптимум, выделен красным цветом.



Источник: составлено автором.

Рисунок 8 – Распределение доли независимых директоров

Распределение доли независимых директоров говорит о выраженной асимметрии с выраженным пиком на нулевом значении (4904 наблюдений). Эти значения соответствуют компаниям, в составе советов которых нет ни одного независимого директора. Этот результат имеет принципиальное значение не только количественно, но и институционально: медианное значение переменной по выборке равно нулю, а среднее составляет лишь 12,6% – показатель, который располагается на левом склоне оцененной параболы, в зоне, где увеличение доли независимых ассоциировано с ростом рыночной оценки. За пределами нулевого столбца распределение становится значительно более равномерным: наблюдения распределены между значениями от 10% до 50% с умеренными перепадами частот, а в области свыше 50% в плотность резко падает. Столбец, содержащий рассчитанный оптимум в 40,3 процента, расположен в правом хвосте распределения и охватывает 105 наблюдений – существенно меньше, чем масса наблюдений в левой части выборки, но достаточно для того, чтобы оценка не сводилась к чистой экстраполяции, так как правее от столбца с оптимумом располагается

еще 871 наблюдение. Сопоставление гистограммы с оцененной кривой эффекта показывает принципиальную асимметрию положения российских эмитентов относительно максимума функции стоимости: подавляющее большинство компаний находится существенно ниже оптимального уровня независимости совета, тогда как лишь немногие располагаются в области, где дальнейшее увеличение доли независимых директоров сопряжено со снижением рыночной оценки. Это распределение имеет прямое значение для формирования практических рекомендаций, представленных в главе 3. Для подавляющей части российских публичных компаний направлением роста стоимости является не сдерживание независимого компонента, а его постепенное наращивание до уровня, близкого к рассчитанному оптимуму, при одновременной функциональной загрузке независимых директоров в работе профильных комитетов.

Максимальную предсказательную силу в контексте рыночной капитализации продемонстрировал блок комитетной архитектуры (гипотеза H7). Среди всех исследуемых метрик корпоративного контроля переменная *comm_particip* обладает абсолютным лидерством по объясняющей способности. Пятая модель дает здесь коэффициент 0,263 при жестком однопроцентном уровне значимости. Рынок прагматично оценивает интенсивность реальной операционной работы директоров. Именно профильные комитеты функционируют как центры детальной проработки стратегических решений, где максимизируется фактический вес независимых членов совета [183, с. 9]. При этом эконометрическая интерпретация найденного эффекта требует поправки на риск конфаунда. Корпорации с высокой структурной зрелостью и масштабом объективно создают большее количество комитетов. Их же рыночная оценка изначально смещена вверх просто за счет фундаментальной устойчивости бизнеса на рынке.

Для контроля этого эффекта модель включает размер компании (*ln_assets*) в качестве обязательного регрессора, а также фиксированные эффекты отрасли. Кроме того, переменная *n_comm* (общее число комитетов),

введенная в модель 6, не демонстрирует статистической значимости, тогда как `comm_particip` сохраняет уровень 1%. Это разграничение указывает на то, что рынок оценивает не институциональную сложность как таковую (количество комитетов), а интенсивность персональной вовлеченности директоров – характеристику, не редуцируемую к масштабу компании.

Среди профильных комитетов статистически значимое положительное влияние оказывает только наличие комитета по корпоративному управлению (`d_gov_comm`: коэффициент 0,147-0,192, значимость 1-5%). Дополнительные затраты на мониторинг и комплаенс, связанные с работой такого комитета, могут локально снижать операционную рентабельность, однако в долгосрочной перспективе ассоциируются с повышением доверия инвесторов, что отражается в росте коэффициента Тобина [219]. Значимость именно комитета по корпоративному управлению, а не операционных (стратегический, инвестиционный, бюджетный), объясняется его сигнальной функцией. Российские компании демонстрируют высокий базовый уровень формального раскрытия в области корпоративного управления [18, с. 25], и на этом фоне создание профильного комитета выступает дифференцирующим сигналом о приверженности содержательным, а не формальным практикам. Аналогичные результаты получены на других развивающихся рынках, где наличие специализированных комитетов и независимость их членов положительно влияют на рыночную оценку [17, с. 27; 222, с. 28].

Дополнительным аналитическим результатом является косвенное свидетельство медиации. При добавлении в модель переменной `comm_particip` (переход от модели 4 к модели 5) коэффициент при `indep` снижается с 0,656 до 0,533. Это указывает на то, что положительное влияние независимости на стоимость частично опосредовано вовлеченностью директоров в работу комитетов. Независимость, не подкрепленная функциональной нагрузкой, превращается в формализм, не создающий добавленной стоимости. Данное наблюдение основано на методе последовательного включения переменных:

при добавлении предполагаемого медиатора (*comm_particip*) коэффициент при *indep* снижается на 18,7% (с 0,656 до 0,533), при этом сам медиатор остается высокозначимым ($p < 0,01$). Все три условия Барона-Кенни выполнены: независимая переменная (*indep*) значимо связана с зависимой; независимая переменная связана с медиатором (независимые директора чаще входят в комитеты); медиатор значим при контроле на независимую переменную. Формальный тест Собела не проводился в силу нелинейности спецификации (квадратичная форма *indep*), что ограничивает применение стандартных процедур. Тем не менее устойчивость снижения коэффициента к изменению порядка включения переменных позволяет характеризовать данный результат как обоснованное косвенное свидетельство частичной медиации.

Анализ блока структуры собственности не подтверждает гипотезу Н6. Индекс Херфиндаля-Хиршмана статистически незначим во всех спецификациях. Этот результат согласуется с теорией эндогенности собственности, согласно которой структура собственности адаптируется к институциональной среде и в равновесии перестает быть независимым предиктором результативности [47]. В условиях гибридной модели, в которой миноритарии функционируют как поставщики ликвидности, а не как участники контроля, конкретная конфигурация крупных пакетов не транслируется в стоимость компании. Данный результат подтверждается и на других развивающихся рынках, где высокая концентрация собственности нивелирует стандартные механизмы дисциплинирования, изолируя миноритариев от процессов создания стоимости [189, с. 33, 51; 242].

Переменная государственного участия (*state_share*) также незначима. Это согласуется с метаанализом на международных данных, который не обнаруживает устойчивой связи между государственной собственностью и показателями эффективности [108; 125]. В российском контексте незначимость объясняется разнонаправленностью мотивов: частные компании улучшают управление ради максимизации стоимости, тогда как

компаний с госучастием ориентируются на институциональные требования, что размывает прямую связь между формальными показателями собственности и стоимостью [242].

Гипотезы о влиянии демографических характеристик (H3, H4) отклоняются. Доля женщин (female) и возрастные страты (age_under45, age_over60) незначимы. Отсутствие эффекта гендерного разнообразия в условиях российской выборки объясняется двумя взаимосвязанными причинами: недостижением порога критической массы (медианное значение – одна женщина в совете) и отсутствием обязательных квот. Но даже наличии квот эмпирические исследования, как правило, не фиксируют значимой связи с результативностью [42, с. 234; 179, с. 2138]. В системах с высокой концентрацией собственности доминирующая организационная культура и практики назначений, ориентированные на формальное соответствие стандартам разнообразия, дополнительно блокируют влияние демографического состава на принятие решений [100, с. 988; 225].

Формальная проверка модераторской роли числа розничных инвесторов требует перехода от содержательного предположения об их возможном влиянии к статистическому тесту на расширенной спецификации модели. В базовую модель 5 вводится переменная логарифма числа акционеров, рассчитанная как логарифм единицы плюс число лиц, включенных в список для участия в общем собрании акционеров, а также шесть переменных взаимодействия – произведений этого модератора на те характеристики корпоративного управления, которые в исходной спецификации продемонстрировали значимую связь со стоимостью компании: размер совета, размер совета в квадрате, долю независимых директоров, долю независимых директоров в квадрате, вовлеченность директоров в работу комитетов и средняя доля владения акциями со стороны членов совета. Полные результаты оценки расширенной спецификации представлены в таблице В.1 приложения В.

Согласующиеся результаты трех независимых статистических процедур свидетельствуют об отсутствии модулирующего эффекта числа акционеров. Во-первых, совместный тест Вальда на равенство нулю всех шести коэффициентов при переменных взаимодействия дает значение $\chi^2(6) = 8,74$ при p -значении 0,189 – нулевая гипотеза не отвергается ни на одном из конвенциональных уровней значимости. Во-вторых, добавление в модель семи новых регрессоров – модератора и шести переменных взаимодействия – увеличивает коэффициент детерминации лишь на 0,4 процентного пункта, что практически неразличимо от шумовых колебаний при оценке на данной выборке. В-третьих, после применения поправок Бонферрони и Холма ни одна из индивидуальных переменных взаимодействия не достигает значимости даже на десятипроцентном уровне: минимальное скорректированное p -значение составляет 0,530, тогда как остальные пять переменных дают скорректированные p -значения, практически равные единице.

Единственным формально пограничным результатом на нескорректированных оценках выступает произведение доли директоров в комитетах и логарифма числа акционеров, p -значение которого без поправки составляет 0,088. Однако вероятность получить хотя бы одну такую «значимую» переменную случайно при одновременной проверке шести гипотез на десятипроцентном уровне довольно велика – это классическая иллюстрация проблемы множественных сравнений, для решения которой и применяются поправки Бонферрони и Холма. После их применения p -значение возрастает до 0,530, что устраняет артефактное свидетельство о модерации и согласуется с результатом совместного теста Вальда. Помимо этого, базовые коэффициенты при ключевых переменных качества корпоративного управления в расширенной спецификации сохраняют знаки и порядки величин по сравнению с моделью 5, что исключает альтернативную интерпретацию, согласно которой введение модератора могло бы изменить сами оцениваемые эффекты.

Этот результат является эмпирическим подтверждением теоретического тезиса о статусе квази-кредитора, введенного в параграфе 1.1. Теория предсказывала, что асимметрия между низкими издержками торговли и высокими издержками контроля лишает миноритариев стимулов к участию в управлении. Описательная статистика в параграфе 2.1 показала, что рост числа акционеров не сопровождается дисперсией контроля. Нулевая модерация замыкает эту цепочку. Даже статистически значимые механизмы корпоративного управления (независимость совета, вовлеченность в комитеты, владение акциями директоров) действуют безотносительно к численности миноритарной базы. Иными словами, миноритарии не усиливают и не ослабляют работу этих механизмов – они находятся вне контура контроля.

Причины этого исключения – как институциональные, так и поведенческие – подробно рассмотрены в параграфе 1.1 и будут дополнены анализом практики взаимодействия в параграфе 2.3. Здесь следует отметить ключевые из них, непосредственно связанные с интерпретацией эконометрических результатов. С институциональной стороны, право голоса имеет ограниченную ценность для мелких акционеров, поскольку реальный контроль требует согласованных действий, а издержки координации в большой группе запретительно высоки [91, с. 663; 220, с. 764]. Информационная асимметрия закреплена законодательно: доступ к первичной бухгалтерской документации и протоколам исполнительных органов открыт только для акционеров, владеющих от 25% акций [1]. С поведенческой стороны, розничные инвесторы подвержены иррациональному поведению и ориентации на ценовые тренды в ущерб анализу фундаментальных показателей компании [79; 243, с. 25]. Уровень их участия в голосованиях крайне низок – бюллетени подаются лишь по небольшой части принадлежащих им акций [112], при том что подавляющее большинство предложений менеджмента в итоге одобряется [118]. Сочетание институциональных барьеров и поведенческой пассивности создает

самоподдерживающееся равновесие, в котором формальное наличие прав собственности не трансформируется в реальное участие в управлении.

Интерпретация нулевой модерации требует рассмотрения конкурирующих объяснений. Во-первых, логарифм числа лиц в списке акционеров измеряет количественный масштаб миноритарной базы, а не поведенческую активность инвесторов. Однако именно такая операционализация логически вытекает из тестируемого тезиса: если количество собственников не транслируется в управленческое влияние, то проблема носит структурный, а не поведенческий характер. Во-вторых, теоретически возможна недостаточная вариация интеракционных членов при высокой концентрации собственности. Данное возражение ослабляется тем, что логарифмическая трансформация выравнивает распределение, а диапазон вариации числа акционеров в выборке превышает три порядка – от нескольких сотен до более чем семисот тысяч лиц. В-третьих, нулевой результат может быть следствием недостаточной мощности теста. Однако значительный объем выборки, близкий к генеральной совокупности на российском рынке, в сочетании с устойчивостью основных эффектов на уровнях значимости 1% и 5%, свидетельствует о достаточной статистической мощности для выявления экономически существенных взаимодействий.

Можно предположить, что нулевая модерация в данном случае – это не статистический артефакт спецификации. Это фундаментальная содержательная закономерность. В рамках сложившегося институционального дизайна механическое расширение миноритарной базы оказывается бесплодным. Количественный приток розничных инвесторов просто не способен конвертироваться в качественные структурные сдвиги внутри контура корпоративного контроля.

Проблема эндогенности и потенциальной обратной причинно-следственной связи потребовала отдельного эконометрического решения. Чтобы отсесть встречное влияние рыночной оценки

на характеристики самого корпоративного управления, была задействована процедура лагирования. Все независимые регрессоры интегрированы в расчетную модель со смещением ровно на один временной период – квартал назад ($t-1$).

Методологическая логика такого шага строго обоснована. Взаимосвязь между эффективностью управленческих институтов и финансовыми результатами изначально носит двунаправленный характер. Высокорентабельные корпорации обладают профицитом капитала для покупки лучшей экспертизы на рынке труда. Они свободно инвестируют в развитие внутренних механизмов контроля и переманивают наиболее квалифицированных директоров. Тем самым запускается классический эффект самовоспроизводящегося «добродетельного круга» [199, с. 424].

Лагирование позволяет частично разрешить эту проблему, обеспечивая временную упорядоченность: характеристики управления периода $t-1$ предшествуют наблюдаемой стоимости периода t , что ослабляет (хотя и не устраняет полностью) угрозу одновременного определения. Полные результаты оценки лагированных моделей представлены в таблице Б.1 приложения Б.

Систематическое сопоставление базовых в таблице 9 и лагированных в таблице Б.1 спецификаций проведено по трем критериям: сохранение знаков коэффициентов, устойчивость порядков величин и воспроизводимость уровней статистической значимости.

Во всех шести спецификациях знаки всех оцененных параметров полностью совпадают между версиями модели. Ни одна переменная не изменила направления связи с зависимой переменной при переходе к лагированной спецификации. Результат исключает сценарий, при котором закономерности являются артефактом одновременного измерения. Переход к лагированной спецификации демонстрирует следующую динамику:

– переменная $inder$ в модели 5 показывает снижение коэффициента с 0,533 до 0,493 (-7,5%);

- переменная `indep_sq` в модели 5 показывает изменение коэффициента с -0,661 до -0,614 (-7,1%);
- переменная `comm_particip` в модели 5 показывает снижение коэффициента с 0,263 до 0,253 (-3,8%);
- переменная `d_gov_comm` в модели 4 показывает снижение коэффициента с 0,192 до 0,190 (-1,0%);
- переменная `leverage` показывает снижение коэффициента с 0,639 до 0,633 (-0,9%);
- переменная `dir_ownership` в модели 4 показывает снижение коэффициента с 0,023 до 0,021 (-8,7%).

Пиковое относительное отклонение зафиксировано на отметке 8,7% (регрессор `dir_ownership`). Указанная амплитуда не пересекает границу одной стандартной ошибки. Это прямо доказывает высокую количественную устойчивость полученных параметров. Абсолютные величины коэффициентов при лагировании действительно демонстрируют легкое систематическое проседание. Однако данный эффект абсолютно закономерен. Он отражает естественное ослабление эконометрической связи по мере расширения временного разрыва между причиной и следствием. Признаков нестабильности расчетных оценок не выявлено.

Оценка статистической значимости позволила дифференцировать переменные на три условные группы. Первую категорию формируют абсолютно устойчивые предикторы. Базовые выводы исследования полностью подтверждаются. Перевернутая U-образная связь между долей независимых директоров и рыночной капитализацией (`indep` и `indep_sq`) сохраняется. Аналогичную стабильность демонстрируют факторы вовлеченности в работу комитетов (`comm_particip`) и наличия профильного органа по корпоративному управлению (`d_gov_comm`). На горизонте всех лагированных спецификаций они удерживают уровень значимости в диапазоне 1-5%. Финансовый контрольный маркер `leverage` остается значимым на 1%. Расчетный экстремум для квадратичной функции

независимости совета сместился минимально. В лагированной версии (модель 5) он составил 40,2%. При этом, что базовая оценка равнялась 40,3%. Локализация оптимума надежно верифицирована.

Вторую группу составили регрессоры с умеренным ослаблением значимости. Динамика показателя `dir_ownership` здесь весьма показательна. В рамках третьей лагированной модели он временно теряет статистическую силу ($p > 0,1$ против $p < 0,1$ в базовом варианте). Однако при переходе к расширенным спецификациям (модели 4-6) переменная уверенно восстанавливает свой десятипроцентный порог. Показатель количества профильных комитетов (`n_comm` в модели 6) также продемонстрировал легкий спад: граница значимости сместилась с 5% до 10%. Переменная `bsize_sq` сохраняет значимость на уровне 10% только в модели 5, утрачивая ее в моделях 4 и 6. Данные изменения не затрагивают содержательных выводов, поскольку переменные находятся на границе принятых порогов значимости.

Третью категорию составляют устойчиво незначимые переменные. Переменные `hhi`, `state_share`, `d_golden`, `female`, `age_over60`, `age_under45`, `noncurrent`, а также комитеты по стратегии, инвестициям, бюджету и устойчивому развитию остаются статистически незначимыми в обеих версиях модели. Устойчивая незначимость индекса Херфиндаля-Хиршмана и доли государственного участия при лагировании дополнительно подкрепляет вывод о том, что структура собственности не является независимым предиктором стоимости в условиях гибридной модели.

Скорректированный R^2 в лагированных спецификациях несколько ниже базовых значений (0,432 против 0,436 в модели 5; 0,426 против 0,430 в модели 6), что ожидаемо при увеличении временного лага. Снижение составляет менее 1 процентного пункта и не свидетельствует о потере объясняющей способности модели.

Косвенное свидетельство медиации также воспроизводится в лагированной спецификации: коэффициент при `indep` снижается с 0,612 (модель 4) до 0,493 (модель 5) при добавлении `comm_particip`, что

соответствует снижению на 19,4% – величина, близкая к 18,7%, полученной в базовой спецификации. Устойчивость данного эффекта при лагировании указывает на то, что опосредующая роль вовлеченности директоров в работу комитетов не является артефактом одновременного измерения.

Совокупность результатов – полное совпадение знаков, отклонения коэффициентов в пределах одной стандартной ошибки, сохранение ключевых уровней значимости и положения оптимумов, воспроизводимость эффекта медиации – свидетельствует о высокой устойчивости полученных оценок к контролю обратной причинности. Лагирование не устраняет проблему эндогенности полностью (ненаблюдаемые факторы могут коррелировать как с характеристиками управления, так и со стоимостью), однако тот факт, что параметры не претерпевают существенных изменений, ослабляет наиболее очевидную угрозу валидности – одновременное определение зависимой и независимых переменных.

Синтез результатов позволяет сформулировать ключевой вывод. Среди факторов корпоративного управления значимыми предикторами стоимости являются исключительно внутренние факторы: оптимум независимости совета на уровне 40-43%, вовлеченность директоров в работу комитетов, наличие комитета по корпоративному управлению и владение акциями директорами. Структура собственности – ни ее концентрация, ни доля государства – не оказывает значимого влияния. Нулевая модерация числа акционеров подтверждает, что розничные инвесторы функционально исключены из контура контроля. Два результата – значимость `d_gov_comm` и `comm_particip` – имеют непосредственное значение для архитектуры рекомендаций: если профильный комитет по корпоративному управлению ассоциирован с измеримой премией к стоимости, а вовлеченность директоров в комитеты является сильнейшим предиктором стоимости, то эти механизмы могут быть экстраполированы на взаимодействие с миноритариями. Одновременно незначимость структуры собственности и нулевая модерация закрывают альтернативу «менять распределение долей» и указывают

на институциональный дизайн как единственный доступный рычаг повышения стоимости. Данная конфигурация представляет собой не переходный этап на пути к аутсайдерской модели, а устойчивое гибридное равновесие, из которого необходимо исходить при формулировании рекомендаций.

2.3 Практика взаимодействия с розничными инвесторами

Результаты эконометрического моделирования, представленные в предыдущем параграфе, устанавливают доминирующую роль внутренних механизмов корпоративного управления в формировании рыночной стоимости компании и одновременно фиксируют нулевое модулирующее влияние числа миноритарных акционеров на эту связь. Данный результат означает, что количественный рост розничной базы не транслируется в усиление управленческого контроля. Для объяснения причин этой изоляции и выявления условий, при которых она может быть преодолена, необходим анализ институциональной и поведенческой природы взаимодействия эмитентов с миноритарным капиталом, а также систематизация релевантного международного опыта юрисдикций со сходной конфигурацией собственности.

Многokратное увеличение числа розничных инвесторов на глобальных фондовых рынках не привело к пропорциональному росту их управленческого влияния – этот парадокс коллективных действий объясняется совокупностью поведенческих и институциональных факторов. Современные торговые платформы, построенные на элементах геймификации и системе мгновенных уведомлений, поощряют импульсивное торговое поведение и ориентацию на краткосрочные спекулятивные стратегии в ущерб аналитическому мониторингу [90]. Одновременно многоуровневая система кастодиального владения, предполагающая наличие длинных цепочек номинальных держателей, делает процесс идентификации конечных бенефициаров

и реализации прав голоса чрезмерно затратным. Из-за множества звеньев информация от компании часто не доходит до инвесторов, а их голоса передаются с искажениями [123, с. 416; 231]. Таким образом, цифровизация сделок устранила барьеры доступа к фондовому рынку, но оставила нетронутыми – а по ряду параметров и повысила – издержки реализации прав контроля.

Участие розничных инвесторов в корпоративном управлении характеризуется высокой чувствительностью к уровню транзакционных издержек. Показательным является эмпирическое наблюдение, согласно которому переход от рассылки бумажных бюллетеней к электронным уведомлениям о доступе к материалам (модель Notice and Access) вызвал падение явки на 45 процентных пунктов среди инвесторов, ранее голосовавших дистанционно. Это свидетельствует о том, что решение об участии определяется не столько наличием информации, сколько физическим удобством процедуры [112]. Сталкиваясь с высокими издержками контроля, розничный инвестор рационально выбирает стратегию выхода (продажи акций) при несогласии с политикой менеджмента. Однако стратегия выхода оказывает пренебрежимо малое влияние на стоимость капитала компании и не ведет к изменениям в корпоративном управлении. Результативным оказывается исключительно активное вовлечение через институциональный диалог и голосование [228, с. 17].

Описанная поведенческая модель не является исключительно российской аномалией, а представляет собой закономерное следствие гибридной структуры собственности, характерной для широкого круга развивающихся рынков. Сравнительный анализ показывает, что одновременное присутствие концентрированного контроля и массовой розничной базы – устойчивый структурный инвариант, воспроизводящийся вне зависимости от региональной специфики. В компаниях стран БРИКС, где в 61% организаций мажоритарий владеет более чем 50% акций и в 45% компаний значимым акционером выступает государство,

стремительный приток розничных инвесторов, вызванный развитием финансовых технологий, не сопровождается ростом их управленческой активности – эти инвесторы остаются пассивными в вопросах управления из-за информационной асимметрии и специфики каналов коммуникации [244]. Аналогичная конфигурация складывается в странах MENA, где концентрация собственности в руках крупных акционеров или государства снижает качество раскрытия информации, порождает недоверие на рынке и отталкивает мелких инвесторов от активного участия в жизни компании [140]. На индийском фондовом рынке инсайдеры контролируют в среднем около 57% капитала, в то время как розничные инвесторы формируют вторую по величине группу с долей около 20%, что подтверждает параллельное сосуществование концентрированного контроля и массового розничного капитала [195]. В Китае доминирование розничных инвесторов при слабом участии институциональных игроков сосуществует с концентрированной собственностью, что провоцирует конфликты интересов между контролирующими и миноритарными акционерами [115; 122]. Даже на зрелых рынках, таких как Япония, ослабление традиционной системы перекрестного владения акциями и рост доли внешних инвесторов создают новую гибридную среду, требующую адаптации механизмов взаимодействия [207]. Общим для всех перечисленных юрисдикций является то, что снижение барьеров входа на фондовый рынок не трансформируется в дисперсию контроля. Формируется гибридная модель, в которой рынок контроля и рынок миноритарного капитала функционируют параллельно.

Попытки преодолеть рациональную апатию инвесторов средствами цифровизации составляют значительную часть корпоративной практики последних лет. Более половины крупнейших компаний стран БРИКС уже внедрили практику проведения общих собраний акционеров в онлайн-формате [244]. Внедрение систем дистанционного голосования на государственном уровне в Израиле и Бразилии способствует росту доли голосующих миноритариев [127]. Эмпирические данные подтверждают,

что в компаниях, использующих онлайн-голосование, уровень участия миноритариев на 35% выше, чем в организациях с традиционным форматом, причем положительный эффект усиливается пропорционально физическим издержкам на посещение собрания, что непосредственно указывает на барьерную роль трансакционных издержек [147, с. 1030, 1037].

Вместе с тем углубленный анализ выявляет существенное ограничение чисто технологического подхода. Технология выступает необходимым, но недостаточным условием преодоления проблемы безбилетника, поскольку цифровые инициативы без институционализации и формализации через разработку регламентов и правовой базы не обеспечивают устойчивого вовлечения [192, с. 331]. Виртуальные собрания акционеров, снижая издержки на участие и увеличивая номинальную посещаемость, нередко сопровождаются падением реальной активности инвесторов. Менеджмент использует виртуальный формат не для расширения диалога, а для сокращения собрания до формальной процедуры, при этом локальные розничные инвесторы сталкиваются с технологическими барьерами и утратой психологического удовлетворения от личного общения [116]. Более того, внедрение электронного голосования в ряде случаев становится инструментом оппортунистического поведения руководителей, формально исполняющих требования о цифровизации, но фактически блокирующих содержательное вовлечение миноритариев [74, с. 695]. Показательно, что если протестное голосование миноритарных акционеров, реализованное через удобные цифровые каналы, не приводит к блокировке невыгодного им решения из-за доминирования мажоритария, вероятность их участия в последующие годы статистически значимо снижается [118]. Иными словами, технология, не подкрепленная институциональными механизмами, придающими голосу обязывающую силу, воспроизводит рациональную апатию на новой платформе.

Для систематизации выявленных закономерностей в таблице 10 представлена классификация международных подходов к вовлечению

миноритарных акционеров, разграничивающая технологические и институциональные механизмы.

Таблица 10 – Сравнительный анализ инструментов снижения издержек коллективных действий акционеров

Тип инструмента	Характеристика инструмента	Преимущества	Ограничения и риски
Цифровые (технологические)	Виртуальные собрания, электронное голосование	Снижение транзакционных издержек участия, устранение географических барьеров	Формализация процесса, риск оппортунизма менеджмента, отсутствие обязывающей силы голоса
	Интерактивные платформы бирж, социальные сети	Быстрое распространение информации, агрегация мнений	Риск хаотичного давления, распространение недостоверной информации
	Блокчейн-голосование, смарт-контракты	Верифицируемость, защита от манипуляций, прозрачность цепочки владения	Неспособность алгоритмов учитывать нюансы, требующие человеческого суждения
Институциональные (структурные)	Комитеты при совете директоров	Легитимизация диалога, интеграция интересов розничных инвесторов в стратегический контур	Риск номинального функционирования без реальных полномочий
	Ассоциации инвесторов, институциональные посредники	Снижение издержек мониторинга, преодоление проблемы безбилетника, профессиональная экспертиза	Риск отрыва агентов от интересов конечных бенефициаров
	Корпоративный омбудсмен	Досудебное разрешение конфликтов, снижение индивидуальных правовых издержек	Зависимость от независимости статуса омбудсмена внутри корпорации
	Регуляторные кодексы	Формирование миметического давления, стандартизация практик раскрытия	Добровольный характер применения, риск формального комплаенса

Источник: составлено автором на основе [116; 118; 192].

Данные таблицы 10 позволяют зафиксировать принципиальное различие между двумя классами инструментов. Технологические инструменты устраняют физические барьеры доступа к процедурам корпоративного управления, тогда как институциональные устраняют барьеры влияния и экспертизы. Наиболее результативным признается гибридный подход, сочетающий алгоритмическое исполнение на основе смарт-контрактов и принятие решений советом директоров, обеспечивающее необходимый уровень экспертного суждения [83]. Практическая реализуемость такого подхода подтверждается опытом блокчейн-голосования

на общих собраниях эстонских публичных компаний через Nasdaq Tallinn [169], а также пилотными проектами NASDAQ на биржах ЮАР и испытаниями системы прокси-голосования компанией Broadridge [123, с. 434].

Отдельного внимания заслуживает роль цифровых интерактивных платформ, которые обеспечивают прямую двустороннюю связь между эмитентом и инвесторами, трансформируя последних из пассивных наблюдателей в участников корпоративного диалога [122; 181, с. 2]. Показательным является пример китайского онлайн-форума Snowball, использование которого позволило миноритариям консолидировать пакеты акций, достаточные для выдвижения корпоративных требований крупнейшим компаниям, преодолев тем самым проблему коллективного действия [241]. Однако для трансформации стихийного сетевого давления в устойчивый фактор роста стоимости необходим институциональный интерфейс. В отсутствие такого интерфейса неинституционализированное давление розничных инвесторов, обусловленное информационной асимметрией и ориентацией на краткосрочные результаты, ведет к хаотичному стилю управления, вынуждая компании создавать ложное впечатление о своей деятельности для снижения репутационных рисков [185]. Увеличение разнообразия мнений неинформированных инвесторов без инструментов агрегации и фильтрации может приводить к недоиспользованию профессиональной информации и блокировке стратегических решений [186].

Если цифровые инструменты снижают издержки доступа, то институциональная среда определяет, транслируется ли этот доступ в реальное влияние. Международный опыт свидетельствует, что страны общего права обеспечивают защиту акционеров преимущественно через рыночные механизмы, тогда как страны континентального права в большей степени опираются на государственное регулирование [148, с. 338-339]. В условиях слабого правоприменения страны разрабатывают замещающие механизмы, такие как жесткие законодательные стандарты, ограничивающие

возможности управленческой экспроприации [178, с. 1116]. При этом улучшение институциональной среды выступает наиболее надежной стратегией снижения агентского конфликта между контролирующими и миноритарными акционерами [176, с. 512], поскольку сильные институты усиливают положительное влияние структуры собственности на стоимость компании и снижают риски экспроприации активов [196].

Важнейшим элементом институциональной среды является система раскрытия информации. Обязательное раскрытие стандартизированной информации снижает транзакционные издержки инвесторов на анализ эмитента и защищает от инсайдерских злоупотреблений [10, с. 208-209], а добровольное раскрытие нефинансовой информации о корпоративном управлении повышает информативность цен на акции и снижает воспринимаемые риски [206]. Компании в юрисдикциях, применяющих гибкий подход к реформам по принципу «соблюдай или объясняй», демонстрируют большую склонность к добровольному повышению прозрачности, используя механизмы управления как рыночный сигнал о надежности [164; 182]. Вместе с тем внешние оценки качества корпоративного управления подвержены систематическим смещениям – так называемому «эффекту ореола», при котором позитивное восприятие компании в одной сфере искусственно завышает ее оценки в других [105, с. 1341]. Это ограничение указывает на необходимость создания прямых институциональных каналов связи на уровне совета директоров, а не опоры исключительно на внешний мониторинг.

На рынках с высокой концентрацией собственности функция взаимодействия с инвесторами фактически выступает субститутутом слабых институтов защиты прав миноритариев, а компании инвестируют в нее тем больше ресурсов, чем слабее институциональная среда [97]. Современная практика взаимодействия с инвесторами (далее – IR) предполагает переход от одностороннего вещания к двусторонней коммуникации, позволяющей руководству оперативно реагировать на запросы рынка [198], при этом

репутационные эффекты такой коммуникации выступают медиатором между управленческой ответственностью и финансовой эффективностью [199, с. 407]. Однако традиционного функционала IR-служб оказывается недостаточно для полноценной интеграции розничных инвесторов в контур корпоративного управления. Обновленные в 2023 году Принципы корпоративного управления G20/ОЭСР прямо рекомендуют советам директоров устанавливать прямые коммуникации и вести диалог с акционерами для балансировки интересов [60, с. 50], что фиксирует переход от модели IR как сервисной функции к модели IR как элемента стратегии.

Передовые практики ряда юрисдикций демонстрируют конкретные институциональные решения, позволяющие встроить интересы миноритариев в структуру корпоративного управления. В странах БРИКС для защиты прав миноритариев создаются специализированные институты при совете директоров – в Бразилии функционирует комитет миноритариев, консультирующий акционеров по сделкам с заинтересованностью, а в Индии – комитет по взаимодействию со стейкхолдерами, контролирующий разрешение жалоб инвесторов [244]. Значимость таких комитетов возрастает в развивающихся странах со слабой правовой базой, где их влияние на стоимость компании, согласно мета-аналитическим оценкам, почти в четыре раза выше, чем в развитых экономиках, поскольку они компенсируют институциональные пробелы [87].

Вторым ключевым элементом институционального дизайна является агрегация интересов через создание ассоциаций и партнерств. В условиях, когда индивидуальный инвестор не способен оказать влияние на исход голосования, формирование коллективных институтов позволяет преодолеть разрозненность позиций и перейти от стратегии «выхода» к стратегии «голоса» [71, с. 138]. Представительские организации и форумы инвесторов – Investor Forum в Великобритании, Eumedion в Нидерландах, Assogestioni в Италии – зарекомендовали себя как действенный инструмент снижения издержек мониторинга, преодолевающий проблему слабых индивидуальных

стимулов [95; 156, с. 453]. Историческим примером эффективности институциональных посредников служит польский опыт создания национальных инвестиционных фондов, обеспечивших консолидацию разрозненных акционеров и реальный мониторинг приватизированных предприятий [120, с. 31]. В Китае для преодоления информационной асимметрии создан поддерживаемый государством Центр обслуживания инвесторов (CSISC), который приобретает минимальные пакеты акций для участия в управлении, оказывает профессиональную юридическую поддержку и тем самым выступает институциональным посредником, подающим пример мелким инвесторам и сдерживающим оппортунистическое поведение инсайдеров [162]. Коллективные действия через платформы, такие как UNPRI, оказываются значительно результативнее индивидуального активизма, вызывая позитивную реакцию рынка [129, с. 505].

Рассмотренный международный опыт свидетельствует о том, что проблема рациональной апатии миноритариев не является неразрешимой, однако ее преодоление требует целенаправленного институционального проектирования, а не механического снижения барьеров входа на рынок. Следует отметить, что эффективность каждого из описанных инструментов существенно зависит от институционального контекста. Механизмы, результативные в юрисдикциях общего права с развитой судебной системой, могут оказаться неработоспособными в условиях континентальной правовой традиции и слабого правоприменения, что делает необходимой адаптацию международного опыта к специфике российского корпоративного ландшафта. Каждый из описанных инструментов направлен на конкретную категорию барьеров, что позволяет систематизировать их в единую классификацию, представленную в таблице 11.

Таблица 11 – Классификация барьеров участия розничных инвесторов и институциональных механизмов их преодоления

Категория барьера	Сущность проблемы	Релевантный международный опыт	Ожидаемый эффект для качества корпоративного управления
Информационно-аналитические	Высокие издержки анализа сложной корпоративной отчетности, подверженность «эффекту ореола»	Создание комитетов по взаимодействию со стейкхолдерами при совете директоров (опыт Индии, Бразилии)	Перевод диалога на стратегический уровень, снижение информационной асимметрии
Координационные	Проблема «безбилетника», разрозненность позиций, невозможность влияния на исход голосования	Партнерство с ассоциациями инвесторов (UK Investor Forum, Eumedion), внедрение Кодекса стюардшипа (Япония)	Агрегация голосов, формирование консолидированной позиции, превышающей пороги блокировки
Правовые и транзакционные	Высокие издержки судебной защиты прав, сложные цепочки кастодиального владения	Учреждение института корпоративного омбудсмана, деятельность центров защиты (CSISC, Китай)	Снижение индивидуальных издержек защиты прав, досудебное урегулирование споров
Структурно-регуляторные	Доминирование мажоритария, формальный комплаенс менеджмента при проведении собраний	Наделение миноритариев специальными правами (сегментированное голосование, снижение порога предложений до 1%)	Выравнивание баланса сил, принуждение менеджмента к учету интересов миноритарного капитала

Источник: составлено автором на основе [120; 162; 244].

Анализ таблицы 11 подтверждает, что преодоление рациональной апатии требует одновременного воздействия на несколько уровней барьеров. Регуляторные реформы, в частности принятие кодексов стюардшипа, создают институциональные условия для такого воздействия. Внедрение подобного кодекса в Японии в 2014 году обязало бенефициарных инвесторов контролировать управляющих активами, что повысило уровень вовлеченности в дела портфельных компаний [212]. Институциональные требования, даже не являясь строго обязательными, вынуждают акционеров отказываться от пассивной лояльности менеджменту [230, с. 1109], а высокие издержки мониторинга обосновывают создание внешних репутационных механизмов, таких как системы ранжирования качества вовлеченности, мотивирующих инвесторов к повышению качества управления [110]. Показательно, что значительную долю акционерного активизма в Японии формируют группы миноритарных инвесторов с долей менее 5%,

чьи требования направлены на улучшение работы совета директоров, что подтверждает жизнеспособность коллективных действий розничных инвесторов при наличии поддерживающей институциональной среды [151]. Интенсивное взаимодействие между крупными инвесторами и советом директоров создает положительные экстерналии для миноритариев, стимулируя публикацию интегрированных отчетов и повышая общую прозрачность [212].

Наряду с кодексами стэардшипа действенным механизмом повышения управленческого влияния миноритариев выступает наделение их специальными институциональными правами. Закрепление прав акционеров на участие в корпоративном управлении на уровне национальных кодексов формирует институциональную основу для мониторинга [241]. Предоставление миноритарным акционерам прав вето через механизм сегментированного голосования существенно повышает их мотивацию, увеличивая явку на 9 процентных пунктов [118]. Внедрение Директивы о правах акционеров (SRD II) в Европейском союзе расширяет возможности акционеров выражать мнение о вознаграждении топ-менеджеров через механизм «say on pay», при этом эмпирически зафиксировано, что после внедрения данного механизма доля отложенного вознаграждения генерального директора значимо возрастает, синхронизируя стимулы менеджмента с долгосрочными интересами собственников [201]. При этом большинство крупных инвесторов предпочитают непубличные формы активизма – закрытые переговоры с менеджментом по вопросам стратегии, в рамках которых к их позиции прислушиваются благодаря голосующей силе [96, с. 778; 180, с. 242]. Розничные инвесторы, лишённые доступа к таким каналам, вынуждены опираться на публичные институциональные механизмы. Существенным ограничением является и то, что индексные фонды не запрашивают мнение конечных инвесторов (физических лиц) при голосовании по доверенности, полностью исключая голос реального владельца капитала из процесса принятия решений [232, с. 1075],

а из-за высоких издержек самостоятельного анализа пассивные инвесторы склонны механически следовать рекомендациям прокси-советников [216].

В условиях рыночной неопределенности компании подвергаются миметическому давлению, заимствуя структурные решения у успешных конкурентов, что обеспечивает естественное распространение передовых практик управления [163]. Однако в российской практике такая диффузия остается фрагментарной. Доминирует консервативная система управления, исключая широкие массы инвесторов из процесса принятия решений [54, с. 142; 63, с. 186-187]. Качество управления формально оценивается по наличию выделенной службы IR и поддержанию веб-страниц [3], однако такой функционал недостаточен для содержательного взаимодействия с розничными инвесторами. При этом российские публичные компании демонстрируют способность институционализировать взаимодействие со значимыми стейкхолдерами – например, с местными сообществами – путем создания специализированных структур, что свидетельствует о наличии организационного потенциала для аналогичных решений в отношении розничных инвесторов [46, с. 288].

Синтез представленного международного опыта и результатов эконометрического моделирования позволяет заключить, что рациональная апатия розничных инвесторов и их нулевое модерирующее влияние на стоимость компании обусловлены не только технологическим дефицитом, а отсутствием адекватной институциональной инфраструктуры. Сравнительный анализ выявляет инвариант, общий для всех рассмотренных юрисдикций: вовлечение миноритариев становится результативным только при наличии механизмов, снижающих издержки коллективных действий и придающих голосу обязывающую силу. Ключевое различие между юрисдикциями, добившимися прогресса, и юрисдикциями, в которых рациональная апатия воспроизводится, состоит в наличии или отсутствии обязывающей силы голоса миноритариев и репутационных издержек для пассивных институциональных инвесторов. При текущем дизайне

российского рынка миноритарии исключены из контура контроля, а изменение структуры собственности не является доступным рычагом управления. Следовательно, единственный путь интеграции миноритарного капитала состоит в экстраполяции эмпирически подтвержденных механизмов создания стоимости – комитетов и функциональной вовлеченности директоров – на сферу взаимодействия с розничными инвесторами, с одновременным созданием цифровой инфраструктуры, обеспечивающей функционирование этих институтов. Разработка соответствующего комплекса институциональных и цифровых решений, формирующих интерфейс между изолированными рынками контроля и миноритарного капитала, представлена в третьей главе диссертационного исследования.

Выводы по главе 2

Результаты эмпирического анализа, проведенного на панельной выборке из 220 российских публичных компаний за период с 2005 года по 2025 год, позволяют сформулировать следующие выводы.

Во-первых, эмпирически доказано формирование на российском рынке устойчивой гибридной структуры собственности, характеризующейся одновременным протеканием двух разнонаправленных процессов: медианное число лиц с правом участия в общем собрании акционеров выросло в 2,6 раза, тогда как медианный индекс концентрации Херфиндаля-Хиршмана увеличился на 1831 пункт (+77,5%). Данный результат опровергает классическое предсказание о том, что снижение барьеров входа на фондовый рынок неизбежно ведет к дисперсии корпоративного контроля, и подтверждает теоретический тезис параграфа 1.1 о том, что массовый приток розничных инвесторов абсорбируется институциональной средой без трансформации властной конфигурации. Рынок корпоративного контроля и рынок миноритарного капитала функционируют параллельно и изолированно друг от друга.

Во-вторых, эконометрическое моделирование выявило, что рыночная стоимость компании определяется качеством внутренних механизмов корпоративного управления, а не конфигурацией собственности. Статистически значимыми предикторами стоимости являются: доля независимых директоров, демонстрирующая перевернутую U-образную связь с оптимумом в диапазоне 40-43%; вовлеченность директоров в работу комитетов, выступающая сильнейшим предиктором среди всех переменных корпоративного управления; наличие комитета по корпоративному управлению как единственного профильного комитета, ассоциированного с премией к стоимости; а также владение акциями членами совета директоров. Индекс Херфиндаля-Хиршмана, доля государственного участия, наличие золотой акции, гендерное разнообразие и возрастные характеристики совета оказались статистически незначимыми. Выявлен эффект частичной медиации: положительное влияние независимости совета на стоимость частично опосредовано вовлеченностью директоров в комитеты, что свидетельствует о том, что независимость без функциональной нагрузки представляет собой формализм, не создающий акционерной стоимости.

В-третьих, тест на модерирующую роль числа акционеров продемонстрировал нулевую значимость всех взаимосвязей ключевых переменных корпоративного управления с логарифмом числа лиц в списке акционеров. Полученный результат логически завершает выстроенную систему аргументов. Речь идет о подтверждении статуса квази-кредитора, концепция которого была детально раскрыта ранее в параграфе 1.1. База доказательств носит комплексный характер и объединяет три ключевых элемента. Первый элемент – это теоретический фундамент асимметрии издержек. Второй элемент представлен дескриптивной статистикой, которая четко фиксирует параллельный рост дисперсии капитала и консолидации диктата мажоритариев. Третий элемент – прямые эконометрические расчеты. Они доказывают факт функциональной изоляции миноритарных акционеров от процессов принятия стратегических решений. Синтез указанных факторов

приводит к следующему заключению. В реалиях действующего институционального дизайна простое количественное масштабирование розничной базы может быть бесплодным. Оно принципиально не способно инициировать качественные структурные трансформации внутри архитектуры корпоративного контроля.

В-четвертых, сравнительный анализ зарубежной практики выявляет четкую закономерность. На основе оценки опыта юрисдикций с похожей архитектурой акционерной собственности можно установить причинно-следственную связь. Рациональная апатия розничных инвесторов связана не только с технологическим дефицитом. Еще одной причиной выступает нехватка институциональной инфраструктуры. Технологические решения – электронное голосование, интерактивные платформы – выступают необходимым, но не достаточным условием вовлечения. Их эффективность определяется наличием институциональных механизмов, придающих голосу миноритариев обязывающую силу и снижающих издержки коллективных действий.

Два эмпирических результата – статистическая значимость комитета по корпоративному управлению и положительный эффект вовлеченности директоров в работу комитетов – в сочетании с незначимостью структуры собственности, закрывающей альтернативные каналы воздействия, формируют эмпирическую основу для экстраполяции выводов и разработки рекомендаций в третьей главе.

Глава 3

Разработка практических рекомендаций по повышению качества корпоративного управления в российских компаниях

3.1 Предложения по совершенствованию внутренних механизмов корпоративного управления

Разработка предложений по совершенствованию корпоративного управления требует строгого разграничения нормативных идеалов и эмпирически подтвержденных закономерностей. Как установлено во второй главе диссертационного исследования, цифровизация финансового рынка не привела к формированию классической аутсайдерской модели с распыленным контролем. Напротив, эконометрический анализ панельных данных российских публичных компаний за период с 2005 года по 2025 год доказывает формирование устойчивой гибридной структуры собственности, в рамках которой экспоненциальный рост числа миноритарных акционеров сосуществует с высокой концентрацией контроля у блокхолдеров. В подобных условиях розничные инвесторы, сталкиваясь с запретительно высокими транзакционными издержками реализации прав контроля при околонулевых издержках торговли, рационально выбирают пассивное поведение, приобретая статус квази-кредиторов.

Следствием гибридной модели является функциональная изоляция миноритариев от процессов принятия решений. Эмпирическое тестирование в параграфе 2.2 выявило нулевую значимость эффектов модерации, то есть количество акционеров не оказывает модерирующего воздействия на связь между факторами качества корпоративного управления и стоимостью компании. Данный результат подтверждает теоретический постулат о том, что традиционные системы корпоративного управления изначально не рассчитаны на активную роль мелких акционеров, оставляя их уязвимыми перед риском экспроприации со стороны контролирующих лиц [120, с. 38].

Ограничительный характер правил защиты миноритариев зачастую служит не для их реальной защиты, а для ограждения самой корпорации от их вмешательства, при этом сочетание высоких барьеров доступа и слабости предоставляемых средств правовой защиты приводит к тому, что существующие внешние механизмы де-факто не функционируют [157, с. 402, 415].

В ситуации, когда внешние механизмы контроля (рынок корпоративного контроля, давление миноритариев) развиты слабо, а структура собственности эндогенно адаптируется к институциональной среде, рыночная стоимость компании определяется качеством внутренних механизмов корпоративного управления. Эконометрическая модель продемонстрировала статистическую незначимость индекса Херфиндаля-Хиршмана, доли государственного участия и наличия «золотой акции». Данный вывод согласуется с результатами международных исследований, доказывающих, что при отсутствии значимой связи между типами структуры собственности и эффективностью компании именно внутренние механизмы управления играют первостепенную роль в формировании стоимости [108]. Сохранение слабой институциональной защиты прав инвесторов делает невозможным естественный переход к деконцентрированной структуре, превращая концентрацию в вынужденный компенсаторный механизм [38, с. 27]. Конкурентное преимущество и экономическая рента генерируются не статичной структурой активов или распределением долей, а организационными процессами и способностью фирмы к трансформации [226, с. 524].

Изложенное позволяет сформулировать базовый принцип предлагаемых рекомендаций. Ресурсы регулятора и эмитентов целесообразно направить не на попытки искусственного изменения структуры собственности, а на калибровку внутренних механизмов управления – совета директоров и его профильных комитетов. Наиболее результативные режимы корпоративного управления формируются не за счет жестких директив

сверху, а путем адаптации механизмов под конкретные нужды компаний [210, с. 1529]. Для преодоления разрыва в эффективности публичных компаний с высокой концентрацией собственности необходимо внедрение передовых практик внутреннего мониторинга [77, с. 22]. Опираясь на полученные эконометрические коэффициенты, представляется необходимым сформулировать комплекс предложений по оптимизации состава совета директоров, структуры его комитетов и системы вознаграждения.

Центральным результатом регрессионного анализа выступает выявление нелинейной, перевернутой U-образной связи между долей независимых директоров и рыночной стоимостью компании (коэффициенты $indep$: от 0,533 до 0,773; $indep_sq$: от -0,661 до -0,893). Математический оптимум данной функции располагается в диапазоне 40-43%. Данный эмпирический факт требует существенной корректировки существующих нормативных подходов.

В российской практике корпоративного управления наблюдается рассогласование между рекомендациями регулятора, методиками оценки и объективными потребностями рынка, что систематизировано в таблице 12.

Таблица 12 – Сравнение нормативных подходов и эмпирических результатов к определению оптимальной доли независимых директоров

Источник, подход	Рекомендуемая доля независимых директоров	Обоснование подхода
Кодекс корпоративного управления Банка России	Не менее 1/3 (33%)	Обеспечение минимально необходимого уровня объективности и предотвращения конфликтов интересов
Методика самооценки Росимущества	От 1/3 до 1/2 (6 баллов); более 1/2 (10 баллов)	Стимулирование компаний с государственным участием к максимизации независимого контроля
Национальный рейтинг корпоративного управления (РИД)	50% и более	Ориентация на передовую международную практику (аутсайдерскую модель)
Результаты эконометрического моделирования	Оптимум 40-43% (перевернутая U-образная связь)	Баланс между функцией независимого мониторинга и доступом к специфической внутренней информации в условиях гибридной структуры собственности

Источник: составлено автором на основе [3; 4; 7].

Анализ данных таблицы 12 показывает, что стремление к механическому увеличению доли независимых директоров свыше 50%, поощряемое рейтинговыми агентствами и методиками, вступает в противоречие с эмпирической реальностью российского рынка. Увеличение доли независимых директоров имеет двойственный эффект: повышая стандарты контроля, оно одновременно снижает уровень специфических знаний о компании и может негативно влиять на сплоченность совета [144, с. 499]. Интеграция инсайдеров в совет директоров существенно улучшает результаты деятельности за счет их глубокого понимания операционных процессов, и именно этот эффект объясняет, почему баланс, а не максимизация независимости, оказывается оптимальной стратегией [82, с. 346].

Выявленный оптимум 40-43% имеет содержательное объяснение, укорененное в специфике гибридной структуры собственности. В условиях концентрированной собственности совет директоров часто не способен сбалансировать интересы мажоритариев и миноритариев [22, с. 21]. Высокая представленность мажоритарного собственника приводит к смещению баланса интересов, что требует включения независимых членов для обеспечения объективности принятия решений [49, с. 280-281]. Однако превышение порога в 43% ведет к дисконту стоимости, поскольку эффективность независимых директоров существенно зависит от качества человеческого капитала, то есть от уровня образования и разнообразия профессиональных специализаций [33, с. 66], а при чрезмерном их преобладании совет утрачивает доступ к внутренней информации, необходимой для принятия обоснованных решений. Независимые директора выступают полномочными субъектами трансформации систем управления [6, с. 9], но лишь при условии, что они интегрированы в информационную среду компании, а не изолированы от нее.

Соответственно, первая практическая рекомендация заключается в отказе от парадигмы «чем больше независимых директоров, тем лучше».

Эмитентам рекомендуется калибровать состав совета директоров, удерживая долю независимых членов в коридоре 40-43%, что обеспечивает эмпирически обоснованный оптимум между снижением агентских издержек и сохранением управленческой экспертизы. Опыт развивающихся рынков полностью подтверждает реалистичность полученного оптимума. В крупнейших корпорациях стран БРИКС усредненная квота независимых директоров зафиксирована на отметке 46% [244].

Следующий критически важный структурный параметр – размер самого совета. Эконометрическая модель улавливает здесь перевернутую U-образную зависимость. Коэффициенты переменной b_{size} варьируются в диапазоне от 0,121 до 0,132, а квадратичного параметра b_{size_sq} – от -0,005 до -0,006. Математический экстремум этой функции достигается на 11 членах. Природа выявленного эффекта легко объясняется через классический теоретический компромисс. Речь идет о поиске баланса между постулатами теории ресурсной зависимости и неизбежным ростом транзакционных издержек. Присутствие множества разнородных групп стейкхолдеров объективно усложняет корпоративную повестку. Совет директоров вынужден закрывать значительно более широкий спектр задач. Это закономерно требует привлечения дополнительных компетенций и расширения состава [128, с. 25].

Однако переход за границу в 11 участников дает строго негативный эффект. Координационные издержки начинают стремительно нарастать. Итоговое качество принимаемых управленческих решений падает. Практическая рекомендация для крупных публичных эмитентов звучит однозначно. Количественный состав коллегиального органа целесообразно жестко удерживать в коридоре от 9 до 11 человек. Любое необоснованное расширение этого круга лишь ускоряет внутреннюю аппаратную бюрократизацию.

Третьим и наиболее значимым результатом эконометрического анализа является доказательство того, что формальные атрибуты совета директоров вторичны по отношению к функциональной вовлеченности его членов.

Переменная `comm_particip` (доля директоров, участвующих в комитетах) продемонстрировала сильнейший положительный эффект среди всех исследованных факторов (0,263). Более того, анализ выявил эффект частичного опосредования: при добавлении в модель переменной `comm_particip` коэффициент значимости независимости совета (`indep`) снижается с 0,656 до 0,533.

Данный факт имеет существенное значение для теории и практики корпоративного управления. Он означает, что влияние характеристик совета директоров на стоимость компании носит не прямой, а опосредованный характер и реализуется через структуру менеджмента и качество внутренних процессов [158]. Иными словами, наличие формальных инструментов корпоративного управления не гарантирует их реальной эффективности, а накопление механизмов само по себе не означает повышения качества работы системы [59, с. 19]. Многие советы директоров в российских реалиях носят номинальный характер, формально утверждая решения мажоритариев [27, с. 19], и искусственное завышение уровня качества корпоративного управления, не обусловленное реальными потребностями бизнеса, приводит к созданию неработающих формальных структур [25, с. 122-123]. Избыточное внедрение стандартов вызывает бюрократизацию, при которой форма начинает доминировать над содержанием корпоративного управления.

Из установленного эффекта опосредования следует практический вывод. Независимость директора, не подкрепленная его функциональной нагрузкой в профильном комитете, представляет собой размежевание формы и содержания, не создающее акционерной стоимости. Эффективность работы совета директоров определяется характером его активности, причем регулярные плановые заседания положительно влияют на стоимость компании, обеспечивая качественный мониторинг, тогда как избыток внеочередных заседаний воспринимается рынком негативно как сигнал реактивного управления [17, с. 27]. Внутренняя структура совета, в частности

разделение деятельности между комитетами, является главным детерминантом финансовой эффективности, поскольку облегчает вовлеченность директоров в формирование стратегии [238, с. 320]. Комитеты выполняют преимущественно штабные функции, объединяя профильных специалистов для глубокого изучения вопросов и подготовки обоснованных проектов решений, а перекрестное членство независимых директоров в нескольких комитетах повышает интенсивность и качество мониторинга [37, с. 113; 85].

Практическая рекомендация для эмитентов и регулятора состоит во внедрении правила, согласно которому каждый член совета директоров, особенно в статусе независимого, входит в состав как минимум одного профильного комитета. Существующая практика формирования советов директоров часто приводит к их незаинтересованности и пассивной позиции [68, с. 13]. Для преодоления этой пассивности целесообразен пересмотр систем вознаграждения. Практика ведущих корпораций показывает, что для поддержания высокой активности применяется двухуровневая система, в которой базовая ставка дополняется выплатами за членство в комитете и за выполнение функций председателя [48, с. 4]. Внедрение дифференцированной шкалы вознаграждения, привязанной к показателю `comm_particip`, позволит конвертировать номинальную независимость в реальный управленческий контроль.

Четвертым направлением совершенствования внутренних механизмов является институционализация профильных комитетов. Эконометрическая модель выявила, что из всех проанализированных комитетов статистически значимую премию к стоимости (0,147-0,192) обеспечивает исключительно наличие комитета по корпоративному управлению (`d_gov_comm`). Комитеты по стратегии, инвестициям и бюджету оказались незначимыми.

Этот результат объясняется с позиций теории сигналов. Учреждение специализированного комитета передает инвесторам и остальным стейкхолдерам достоверную информацию о приверженности компании

стандартам корпоративного управления, что способствует повышению доверия и росту рыночной оценки [222, с. 12]. Рынок, таким образом, оценивает не операционные комитеты, дублирующие функции менеджмента, а наличие органа, наделенного контрольно-надзорной функцией, направленной на снижение агентских рисков. Наличие и количество специализированных комитетов является компонентом индексов качества корпоративного управления [173]. В компаниях с гибкой рыночной структурой специализированный комитет по корпоративному управлению стимулирует повышение качества, точности и полноты раскрытия информации [194], а сами комитеты играют важную роль в сборе внутренних данных и управлении распространением информации среди стейкхолдеров, обеспечивая добросовестное раскрытие [197, с. 435].

Важно подчеркнуть, что данный результат устойчив к институциональному контексту. Даже в условиях, когда количественный состав и общая независимость совета не дают эффекта, наличие профильного комитета значительно улучшает управленческие практики [20, с. 130]. Эмпирически подтверждено, что наличие специализированного комитета выступает важным ресурсом для обеспечения корпоративной прозрачности [134]. Отсутствие таких комитетов негативно отражается на эффективности стратегического управления и контроля [49, с. 281], тогда как их создание позволяет компаниям лучше адаптироваться к внешним экономическим шокам [50, с. 71].

Кодекс корпоративного управления Банка России рекомендует формировать комитет по корпоративному управлению в зависимости от масштабов бизнеса [4]. ОЭСР также подчеркивает, что для повышения эффективности совету директоров рекомендуется формировать специализированные комитеты, состав и мандат которых четко определены [8, с. 40]. В практике российских публичных компаний наблюдается устойчивый тренд на выделение специфических вопросов из ведения общих комитетов в отдельные специализированные

структуры [202, с. 7]. Специализированные комитеты способны создавать стоимость за счет реализации профильных возможностей и защищать стоимость посредством фокусного мониторинга [228, с. 19]. Эффективные советы директоров характеризуются тем, что ключевые комитеты состоят полностью из независимых директоров [84]. Однако в крупных компаниях существует проблема распределения независимых директоров по комитетам из-за внутренних ограничений на количество комитетов для одного человека, что приводит к дисбалансу.

Практическая рекомендация для публичных эмитентов предельно конкретна. Необходимо в обязательном порядке учреждать профильный комитет по корпоративному управлению. Допускается также передача этого функционала уже действующему комитету по номинациям, назначениям и кадрам. Ключевое структурное условие здесь – абсолютное доминирование независимых директоров. Однако номинальное создание подобных рабочих групп не способно гарантировать защиту акционерных прав. Инструмент теряет смысл, если его участники лишены фактических рычагов влияния на итоговые решения совета [140].

Расчетная переменная `dir_ownership` фиксирует долю акций в собственности членов совета. Она продемонстрировала статистически устойчивую положительную корреляцию со стоимостью бизнеса. Значения коэффициентов варьируются в коридоре от 0,022 до 0,023. Данный эконометрический вывод подтверждает гипотезу сближения интересов. Наличие у директоров пакетов акций компании работает как мотивационный рычаг. Подобная практика органично синхронизирует персональные финансовые цели управленческого ядра с глобальными ожиданиями акционеров [7, с. 12]. Предоставление менеджерам и директорам опционов на покупку акций превращает их в совладельцев бизнеса, стимулируя ответственное управление компанией [36, с. 32]. Существующие рыночные схемы вознаграждения (опционы, акции с ограничениями) обеспечивают достаточные стимулы без необходимости внедрения сложных

дополнительных систем [228, с. 29]. Государственная методика оценки качества корпоративного управления также прямо требует регламентации политики владения акциями членами совета директоров [3]. Однако медианное значение данной переменной в выборке равно нулю, что свидетельствует о значительном нереализованном потенциале. Рекомендуются широкое внедрение программ долгосрочного стимулирования, предусматривающих выплату части вознаграждения независимым директорам акциями компании с условием обязательного удержания до окончания срока полномочий.

Описанные рекомендации по оптимизации состава совета директоров, повышению вовлеченности в комитеты и внедрению долевого владения представляют собой необходимый, но недостаточный базис для решения главной проблемы, заявленной в диссертации, – проблемы рациональной апатии розничных инвесторов. Перечисленные меры оптимизируют работу совета при сложившейся пассивности миноритариев, однако не устраняют саму пассивность. Для компаний первого и второго уровней листинга формальное повышение качества корпоративного управления в его традиционном понимании перестает быть статистически значимым фактором роста доходности, так как базовые стандарты уже достигли высокого уровня, что требует поиска принципиально новых механизмов создания стоимости [30, с. 428]. Следует подчеркнуть, что речь идет именно о формальном повышении: рекомендации, изложенные выше, направлены на функциональное наполнение механизмов, что является качественно иным процессом. Тем не менее даже функциональная оптимизация внутреннего контура не решает проблему исключенности миноритариев из процесса контроля. Адаптивные структуры корпоративного управления необходимы для своевременного реагирования на изменения внешней среды, в том числе на кратный рост числа розничных акционеров [131].

Необходимость выхода за рамки традиционной оптимизации совета директоров обусловлена тремя эмпирическими фактами, полученными

в настоящем исследовании. Во-первых, нулевая модерация в параграфе 2.2 доказывает, что при текущем институциональном дизайне розничные инвесторы не влияют на связь факторов корпоративного управления со стоимостью. Во-вторых, незначимость ННІ закрывает альтернативный путь, связанный с изменением структуры собственности, и оставляет единственный доступный рычаг – изменение институционального дизайна взаимодействия. В-третьих, значимость `d_gov_comm` и `comm_particip` создает измеренный механизм, через который институциональные решения могут транслироваться в стоимость. Совокупность этих фактов указывает на то, что завершение процессов консолидации собственности неизбежно порождает спрос на механизмы урегулирования взаимоотношений между различными группами акционеров [64, с. 44].

Логика перехода от внутренней оптимизации к институциональному проектированию опирается на следующую цепочку аргументов. Гибридная структура собственности порождает два параллельных, но изолированных рынка – рынок корпоративного контроля и рынок миноритарного капитала. В условиях непрозрачности финансовых потоков менеджмент склонен вступать в сговор с частью крупных акционеров в ущерб миноритарным собственникам, которые лишены возможностей для реализации своих прав [28, с. 382]. Существенной проблемой российской практики остается недостаточный учет интересов широкого круга стейкхолдеров при принятии управленческих решений, причем их интересы слабо отражены в нормативных документах и не защищены должным образом [60, с. 50; 72, с. 87]. Между тем для построения качественного корпоративного управления компания должна выстраивать информационное взаимодействие со всем рынком, а не только с мажоритарными акционерами [57, с. 44].

Однако само по себе информационное взаимодействие неспособно устранить рациональную апатию, если не подкреплено институциональными механизмами снижения издержек коллективных действий. При наличии

множества мелких инвесторов возникает классическая проблема коллективного действия, при которой индивидуальный инвестор игнорирует экстерналии своего выбора, что приводит к неэффективному распределению голосов [186]. Защитная роль финансовой грамотности при этом ограничена, поскольку даже образованные инвесторы подвержены спекулятивному поведению [90]. Добровольные инициативы корпоративного управления не обеспечивают реальной защиты интересов уязвимых групп – она возможна только через внедрение институциональных механизмов [99]. Улучшение корпоративного управления в российских реалиях является инициативой мажоритария, а влияние миноритарных акционеров на назначение членов совета директоров остается нулевым [183, с. 10].

Проблема коллективного действия, однако, не является неразрешимой. Теория организации предлагает два взаимодополняющих пути. Первый состоит в делегировании функций мониторинга централизованным структурам, которые берут на себя издержки контроля за всех участников [91, с. 662; 113, с. 21]. Второй связан с разделением задачи принятия решений между специалистами и последующей координацией через структуру коммуникаций [223, с. 501]. Оба пути предполагают создание специализированных посредников, агрегирующих разрозненные интересы и перераспределяющих издержки мониторинга между участниками, что увеличивает чистую отдачу и снижает остроту проблемы «безбилетника» [95].

Применительно к корпоративному управлению это означает, что совет директоров должен стать центром проактивного согласования интересов, создавая механизмы для взаимодействия с теми группами стейкхолдеров, которые выбирают активную позицию [146, с. 96]. Для такой координации необходимы, с одной стороны, механизмы мониторинга, снижающие информационную асимметрию, а с другой – инструменты реализации права голоса [133, с. 80]. Управление стейкхолдерами требует их активного участия в принятии решений через предоставление консенсусных процедурных прав

и создание площадок для открытого обсуждения [92], причем уязвимые стейкхолдеры должны наделяться фиксированными правами контроля – информационными и консультативными – для компенсации недостатков мониторинга [224, с. 122]. Значимость стейкхолдера для руководства определяется наличием у него власти, легитимности и срочности, и именно отсутствие атрибута власти у розничных инвесторов ведет к игнорированию их интересов [191, с. 873]. Институциональные механизмы призваны компенсировать этот дефицит, наделяя миноритариев организованным голосом, который невозможен при атомизированном действии.

Передовые практики требуют перехода к интегрированной модели, в которой интересы значимых групп системно встроены в корпоративную стратегию [81, с. 1488]. Такая модель предполагает пересмотр структуры совета директоров и создание профильных комитетов для стратегического мониторинга за соблюдением интересов всех участников [34, с. 20]. Согласно теории стейкхолдеров, комитеты при совете директоров обеспечивают учет интересов всех заинтересованных сторон, максимизируя общее благосостояние [87], а специализированные комитеты играют важную роль в надзоре за практиками корпоративного управления и во взаимодействии со стейкхолдерами [225]. Вместе с тем компании должны избегать внедрения инициатив исключительно под внешним давлением и обеспечивать выравнивание инициатив с бизнес-целями через привлечение экспертов [80]. Ввиду высоких барьеров для прямого мониторинга фокус корпоративного управления должен смещаться на функцию предоставления ресурсов и консультирования, что требует взаимодействия с внешней средой [109, с. 346].

Для разрешения агентских конфликтов механизм корпоративного взаимодействия должен включать представительство всех групп акционеров в совете директоров и создание специализированных комитетов [36, с. 31]. Направлением политики в этой области должна стать защита интересов акционеров через обеспечение финансовой прозрачности, для чего

необходима активная работа специализированных комитетов [124]. Внутренние документы компании выступают важным институциональным инструментом, транслирующим нужную модель поведения и минимизирующим риски конфликтов, а корпоративные отношения рассматриваются через призму поведенческих факторов, что для защиты интересов участников требует задействования специализированных социальных институтов [9, с. 28; 23, с. 17]. Распространение таких практик происходит через нормативный изоморфизм, когда профессиональные ассоциации создают пул специалистов, переносящих стандарты управления из одной организации в другую [130, с. 152]. Менеджмент обязан обеспечивать высокую прозрачность отчетности, чтобы внешние поставщики капитала могли адекватно оценивать использование ресурсов [208, с. 225], а внедрение адекватных стандартов раскрытия информации снижает информационную асимметрию [193, с. 169]. Эффективные системы внутреннего контроля выступают барьером для оппортунистического поведения и искажения отчетности [143, с. 22], однако раскрытие корпоративной информации через цифровые каналы часто носит оппортунистический характер, поскольку руководители склонны публиковать выборочную информацию для управления впечатлениями, что требует независимого контроля [198]. Несмотря на позитивный эффект от вовлечения стейкхолдеров, механизмы получения обратной связи на практике остаются недоиспользованными [209]. Для реализации стратегического взаимодействия со стейкхолдерами компаниям требуются специализированные внутренние структуры и участие медиаторов [175]. Фирма как сеть контрактов требует такого дизайна организационных структур, который позволяет преодолевать проблемы коллективного действия [114, с. 803], а контракты, основанные исключительно на наблюдаемых финансовых результатах, субоптимальны из-за морального риска, что для их улучшения делает необходимым создание дополнительных информационных систем [160, с. 89].

Синтез полученных эконометрических результатов и теоретических оснований формирует логический мост к разработке институциональных решений. В таблице 13 представлены предложения и показан канал их трансляции в стоимость компании, а также обозначен переход к внешнему контуру взаимодействия.

Таблица 13 – Систематизация предложений по совершенствованию внутренних механизмов корпоративного управления и каналов их влияния на стоимость

Фактор	Эмпирическое обоснование (коэффициент)	Предлагаемая мера совершенствования	Канал трансляции в стоимость компании	Ограничение
Независимость совета директоров	Перевернутая U-образная связь (оптимум 40-43%)	Отказ от максимизации доли независимых директоров (>50%); калибровка состава на уровне 40-43%	Баланс между независимым мониторингом менеджмента и сохранением доступа к специфической внутренней экспертизе	Не решает проблему изоляции розничных инвесторов от контура контроля
Вовлеченность директоров в комитеты	comm_particip: 0,263 (сильнейший предиктор)	Обязательное включение каждого директора минимум в один комитет; привязка вознаграждения к работе в комитетах	Трансформация номинального присутствия в реальный управленческий контроль	Требует наличия релевантных комитетов, отражающих интересы всех групп акционеров
Комитет по корпоративному управлению	d_gov_comm: 0,147-0,192	Обязательное формирование комитета по корпоративному управлению с преобладанием независимых директоров	Сигнализирование рынку о приверженности стандартам корпоративного управления; снижение информационной асимметрии	Традиционный мандат комитета не охватывает специфику массового розничного инвестора
Долевое владение директоров	dir_ownership: 0,022-0,023	Внедрение программ долгосрочного стимулирования с обязательным удержанием акций	Сближение интересов директоров и акционеров; снижение стимулов к извлечению частных выгод	Действует на уровне совета и не затрагивает проблему коллективного действия миноритариев
Институциональный интерфейс	Нулевая модерация числа акционеров; незначимость концентрации собственности	Экстраполяция механизма d_gov_comm на розничных инвесторов (создание комитета и института омбудсмена)	Снижение транзакционных издержек коллективных действий; агрегация интересов квази-кредиторов	Требует интеграции с цифровыми инструментами для обработки массовых запросов

Источник: составлено автором.

Как показано в таблице 13, внутренние факторы качества корпоративного управления – оптимальная независимость, функциональная вовлеченность, наличие комитета с контрольно-надзорной функцией, долевое владение – достоверно влияют на стоимость компании. Однако в условиях гибридной структуры собственности, когда миллионы розничных инвесторов функционально исключены из контура контроля, что доказано нулевой модерацией, традиционной оптимизации совета директоров недостаточно.

Если профильный комитет с контрольно-надзорной функцией (`d_gov_comm`) обеспечивает премию к стоимости в 15-19%, а вовлеченность директоров в работу комитетов (`comm_particip`) является сильнейшим предиктором эффективности, то логичным шагом является экстраполяция этого измеренного и доказанного вывода на крупнейшую по численности группу стейкхолдеров – розничных инвесторов. Незначимость структуры собственности (индекса НИ) закрывает альтернативные пути, поскольку менять распределение долей бесполезно. Единственный доступный рычаг преодоления проблемы коллективного действия и рациональной апатии квази-кредиторов лежит в плоскости институционального дизайна.

Для того чтобы розничные инвесторы перестали быть пассивными поставщиками ликвидности и получили возможность влиять на качество корпоративного управления, необходимо создать специализированный институциональный интерфейс, встроенный непосредственно в структуру совета директоров. Разработка архитектуры такого интерфейса, включающего комитет по взаимодействию с розничными инвесторами, должность корпоративного омбудсмена и партнерство с ассоциациями инвесторов, а также поддерживающую цифровую инфраструктуру, является предметом рассмотрения в следующем параграфе диссертационного исследования.

3.2 Практические рекомендации по повышению качества корпоративного управления

Как установлено в предыдущем параграфе, незначимость концентрации собственности и нулевой модерированный эффект числа акционеров закрывают альтернативные пути воздействия на стоимость компании и оставляют единственный доступный инструмент – целенаправленное изменение институционального и цифрового дизайна взаимодействия с инвесторами. Настоящий параграф предлагает этот набор инструментов, опираясь на два эмпирических якоря: измеримую премию к стоимости, создаваемую профильным комитетом по корпоративному управлению (`d_gov_comm`), и сильнейший среди всех переменных предиктивный эффект вовлеченности директоров в работу комитетов (`comm_particip`). Оба результата свидетельствуют о том, что рынок оценивает не формальные атрибуты совета директоров, а реальную функциональную нагрузку его членов и наличие специализированных площадок для разрешения агентских конфликтов. Экстраполяция этого измеренного механизма на крупнейшую группу стейкхолдеров – розничных инвесторов – формирует логический каркас предлагаемых решений, которые объединяют институциональную триаду и цифровые инструменты в единый комплекс, направленный на преодоление асимметрии издержек контроля и торговли.

Теоретическим основанием для институционального вмешательства служит концепция неполной информации. В условиях информационной асимметрии кооперация между менеджментом и акционерами невозможна без создания институтов, предоставляющих данные для контроля за отклонениями от оптимального курса [13, с. 57]. При этом субъекты принимают решения на основе ограниченных данных и субъективных ментальных моделей, а обратной связи от рыночной среды часто недостаточно для их самостоятельной корректировки [13, с. 16]. Применительно к розничным инвесторам это означает, что даже при наличии формального

права голоса рациональный выбор в пользу пассивности не будет преодолен без создания организационной инфраструктуры, снижающей издержки координации и мониторинга. Данное соображение обуславливает потребность в трехуровневом институциональном комплексе, включающем комитет по взаимодействию с розничными инвесторами при совете директоров, должность корпоративного омбудсмана и формализованное партнерство с ассоциациями инвесторов [44, с. 59].

Первый элемент триады – учреждение специализированного комитета по взаимодействию с розничными инвесторами. Создание такого комитета представляет собой экстраполяцию эмпирически подтвержденного статистического канала. Эконометрический анализ в параграфе 2.2 установил, что наличие комитета по корпоративному управлению ассоциировано с премией к стоимости в 15-19%, а вовлеченность директоров в комитеты выступает сильнейшим предиктором капитализации. Экстраполяция этого результата на комитет по взаимодействию с розничными инвесторами опирается на два основания. Во-первых, оба типа комитетов реализуют одну функциональную логику: специализированный орган при совете берет на себя издержки мониторинга и агрегации интересов конкретной группы стейкхолдеров, что снижает агентские издержки второго типа. Во-вторых, учреждение нового комитета автоматически повышает значение переменной `comm_particip`. Директора берут на себя дополнительную функциональную нагрузку. Именно этот показатель продемонстрировал максимальную объясняющую способность в рамках построенных регрессионных моделей. Сформулированный вывод требует, однако, важной методологической оговорки. Он представляет собой обоснованную теоретическую экстраполяцию. Формат комитета по взаимодействию с розничными инвесторами в текущей выборке отсутствует. Следовательно, его эконометрическое тестирование было невозможно. Окончательная верификация потребует повторного моделирования, но уже после внедрения данного комитета в практику российских публичных компаний.

Правовая база для подобной управленческой интеграции абсолютно легитимна. Акционерное законодательство прямо наделяет совет директоров полномочиями по формированию профильных комитетов. Их изначальная цель – предварительная проработка вопросов, отнесенных к компетенции совета [1]. Международный опыт доказывает высокую результативность данного подхода. Профильные комитеты успешно агрегируют интересы широких групп участников. Они реализуют функцию непрерывного мониторинга. По отношению к исполнительному менеджменту такие структуры выступают конструктивными, но жесткими оппонентами [224, с. 126]. Создание узкоспециализированных структур (например, в сфере корпоративной социальной ответственности) дает сопоставимый эффект. Происходит концентрация глубокой экспертизы. Это улучшает нефинансовые показатели и цементирует доверие стейкхолдеров [88, с. 35].

Отечественные национальные стандарты также содержат соответствующие ориентиры. Практика корпоративного управления рекомендует проведение обособленных встреч с миноритариями и формирование специальных консультативных советов [7, с. 9]. При этом критически важно сохранить жесткую архитектуру распределения полномочий. Функционал профильных комитетов целесообразно строго лимитировать. Их зона ответственности – преимущественно сбор и аналитическая обработка данных. Основные же управленческие решения должны приниматься только полным составом совета директоров. Обязательным условием здесь выступает активное участие независимых директоров [37, с. 114]. Такое разграничение позволяет услышать все заинтересованные стороны на этапе обсуждения, сохраняя при этом оперативность управления за советом директоров [15, с. = 98]. Комитет по взаимодействию берет на себя издержки агрегации интересов миноритариев, выполняя штабную функцию. Эффективная динамика работы совета при этом требует выхода за пределы зала заседаний и активного

вовлечения стейкхолдеров через механизмы регулярной обратной связи [131]. Применительно к гибридной структуре собственности, в которой рынок корпоративного контроля и рынок миноритарного капитала функционируют изолированно, комитет выполняет функцию интерфейса: он встраивает интересы миноритариев в контур, контролируемый блокхолдерами, тем самым создавая канал обратной связи, отсутствующий при текущем институциональном дизайне.

Второй элемент триады – учреждение должности корпоративного омбудсмана. Если комитет работает на системном уровне, агрегируя интересы, то омбудсмен обеспечивает операционный доступ к защите прав на индивидуальном уровне. Розничные инвесторы, обладая статусом квази-кредиторов, сталкиваются с запретительно высокими издержками при попытках защитить свои права в судебном порядке. В терминах стейкхолдерского подхода работа с жалобами и защита интересов акционеров представляют собой специфическую управленческую категорию, требующую системного менеджмента [119, с. 101], а учреждение должности омбудсмана создает канал для прямого диалога, предотвращает эскалацию конфликтов и снижает регуляторные риски [12, с. 236]. Организация экономического сотрудничества и развития также признает передовой практикой учреждение должности омбудсмана для работы с обращениями и обеспечения прямого конфиденциального доступа к независимым членам совета директоров [8, с. 49].

Значимость данного института особенно высока в условиях гибридной модели корпоративного управления. Зависимые стейкхолдеры, к которым относятся миноритарии, могут добиться реализации своих требований только в том случае, если их интересы поддерживаются доминирующими группами или институциональными опекунами [191, с. 877]. Омбудсмен выступает именно таким опекуном, наделяя легитимные требования розничных инвесторов властным ресурсом. Институт обеспечивает независимое наблюдение в интересах принципалов, что приобретает особое значение

в ситуациях, когда традиционные системы внутреннего контроля дают сбой [84]. На начальном этапе создание подобных институтов часто носит сугубо церемониальный характер. Компании просто имитируют соответствие внешним стандартам. Однако затем ситуация кардинально меняется. Профильные сотрудники постепенно начинают активно отстаивать собственный функционал. В долгосрочной перспективе это неизбежно перекраивает всю внутреннюю архитектуру распределения власти [130, с. 150]. Отечественная исследовательская литература уже фиксировала исторические прообразы такого механизма. Выдвигалась, в частности, идея директивного учреждения специального фонда миноритарных акционеров. Его базовым назначением должно было стать целевое финансирование независимого аудита любых корпоративных сделок, ущемляющих права розничной базы [10, с. 162].

Третий элемент заявленной триады предполагает формализованное партнерство с профильными ассоциациями инвесторов. Данный инструмент напрямую решает проблему координации. В проведенном эконометрическом анализе этот пробел четко проявился в виде эффекта нулевой модерации. Атомизированные миноритарии физически не способны влиять на связь между качеством корпоративного управления и стоимостью актива. Международный опыт демонстрирует совершенно иную механику. Строго консолидированные группы инвесторов обладают мощным потенциалом и способны оказывать жесткое давление на исполнительный менеджмент. Поддержка со стороны независимых организаций-координаторов способствует коллективному взаимодействию, поскольку ассоциации берут на себя значительную часть трансакционных издержек, усиливая совокупный голос инвесторов и повышая подотчетность руководства [95]. Разрозненные группы стейкхолдеров должны объединяться для оказания консолидированного давления на менеджмент, и ассоциации инвесторов выступают организационной формой такого объединения [208, с. 226]. Совместная работа представителей корпораций и ассоциаций по защите прав

миноритариев позволяет разрабатывать стандартизированные решения, выгодные обеим сторонам [74, с. 693]. В условиях, когда розничные инвесторы становятся основной движущей силой фондового рынка, создание благоприятной институциональной среды, подразумевающей защиту прав и формирование доверия, выступает главным приоритетом [243, с. 25]. При этом доверие должно носить не межличностный, а системный характер, формируясь за счет внедрения надлежащих безличных институциональных структур и правил [113].

Структура и функциональное назначение предлагаемой институциональной триады систематизированы и представлены в таблице 14.

Таблица 14 – Архитектура институциональной триады взаимодействия с розничными инвесторами

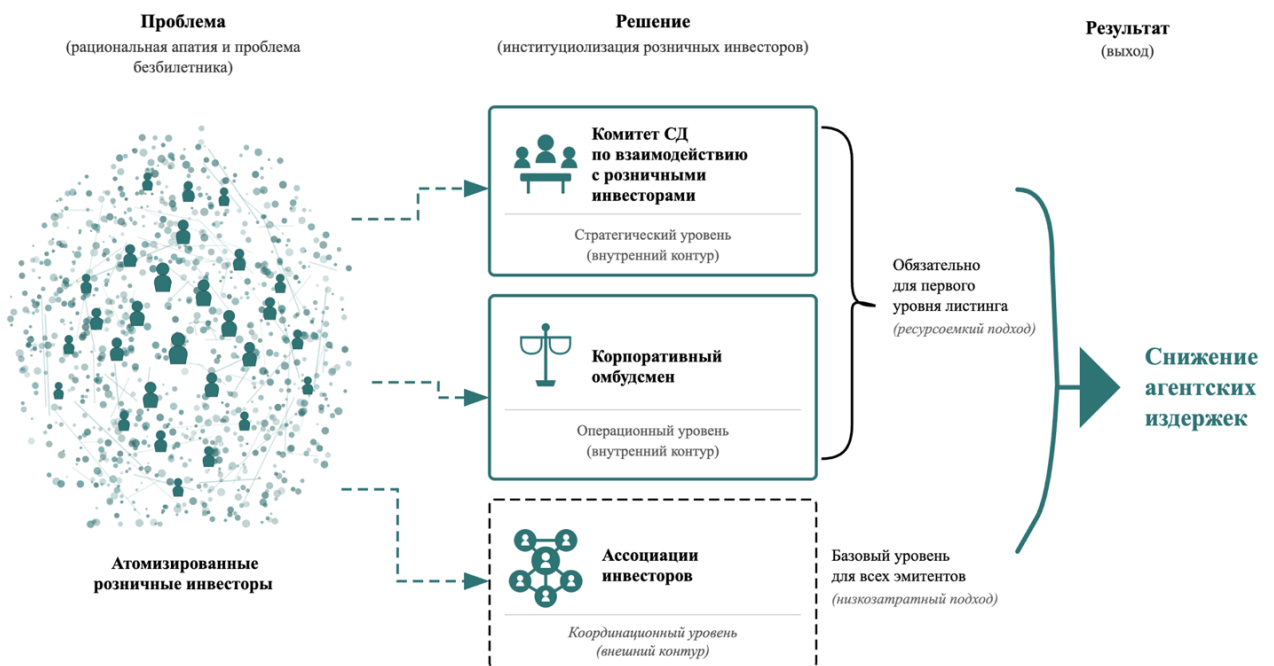
Уровень воздействия	Организационное решение	Основная функция	Ожидаемый эффект (влияние на стоимость)
Системный (уровень совета директоров)	Комитет по взаимодействию с розничными инвесторами	Агрегация интересов, стратегический мониторинг, трансформация запросов в управленческие решения	Увеличение вовлеченности директоров (рост comm_particip), снижение агентских издержек II типа
Индивидуальный (операционный уровень)	Корпоративный омбудсмен	Досудебное разрешение конфликтов, снижение индивидуальных издержек защиты прав	Формирование системного доверия, предотвращение репутационных потерь и судебных издержек
Коллективный (внешний контур)	Партнерство с ассоциациями инвесторов	Делегирование функции мониторинга, преодоление проблемы «безбилетника»	Консолидация разрозненного капитала, обеспечение легитимности корпоративных действий

Источник: составлено автором на основе [13; 44; 113; 191].

Анализ данных, представленных в таблице 14, показывает, что институциональная триада адресно воздействует на все уровни проявления агентского конфликта в гибридной структуре собственности. Комитет встраивает интересы миноритариев в контур, контролируемый блокхолдерами, омбудсмен обеспечивает операционный доступ к защите, а ассоциации решают проблему координации. Однако для того, чтобы формальные правила работали, они должны быть осмысленными в местном контексте, формируя у субъектов стимул использовать эти нормы [106, с. 166]. В отсутствие удобных интерфейсов взаимодействия

издержки обращения к институтам остаются запретительно высокими. Следовательно, институциональная триада требует технологического обеспечения, составляющего второй блок рекомендаций.

Логика предлагаемого институционального комплекса – от диагностики проблемы через механизм решения к ожидаемому результату – представлена на рисунке 9.



Источник: составлено автором.

Рисунок 9 – Схема институционализации розничных инвесторов

Как видно из рисунка 9, предлагаемый комплекс трансформирует атомизированную массу розничных инвесторов, сталкивающихся с проблемой рациональной апатии и безбилетника, в структурированных участников корпоративного диалога через три взаимодополняющих канала. Комитет по взаимодействию с розничными инвесторами обеспечивает стратегическую интеграцию интересов миноритариев в контур принятия решений, корпоративный омбудсмен формирует операционный канал досудебного урегулирования индивидуальных обращений, партнерство с ассоциациями инвесторов решает проблему координации на внешнем уровне. Ожидаемым

результатом совместного действия трех элементов является снижение агентских издержек II типа за счет сокращения информационной асимметрии и повышения подотчетности менеджмента перед неконтролирующими акционерами. Вместе с тем, как отмечалось выше, эффективное функционирование данных институтов предполагает наличие цифровой инфраструктуры, обеспечивающей обработку массовых запросов и обратную связь, что составляет предмет рассмотрения далее в настоящем параграфе.

Переход к цифровым инструментам обусловлен не только практической необходимостью, но и государственным курсом на достижение цифровой зрелости ключевых отраслей экономики, предполагающим автоматизацию транзакций и внедрение моделей управления на основе данных с использованием искусственного интеллекта [2]. Оценка степени соответствия организации рекомендациям по корпоративному управлению также должна визуализироваться с учетом цифровых подходов [6, с. 6]. Цифровизация корпоративного управления выходит на первый план, а цифровая зрелость бизнеса становится ключевым фактором адаптации к новым вызовам [59, с. 23]. Эмпирически подтверждается, что среди основных показателей качества корпоративного управления именно уровень цифровизации оказывает наибольшее положительное влияние на итоговые результаты компании [78]. Таким образом, цифровые инструменты представляют собой не факультативное дополнение к институциональной триаде, а ее технологическую основу.

Первый цифровой инструмент – внедрение аналитических систем на основе искусственного интеллекта для снижения когнитивных барьеров. Проблема, которую призван решить этот инструмент, носит информационный характер. Г. Саймон показал, что из-за психологических и вычислительных ограничений человеческая рациональность является лишь грубым приближением к идеальной модели, а процесс принятия решений представляет собой селективный поиск в огромных информационных пространствах, где субъекты вынуждены использовать

эвристики [215, с. 3; 223, с. 507]. Розничные инвесторы не располагают ресурсами для обработки массивов корпоративной отчетности, и эта проблема усугубляется тем, что даже профессиональные аналитики демонстрируют значительные расхождения в оценках. Категория «Корпоративное управление» является одной из тех, где расхождения в измерениях между рейтинговыми агентствами наиболее велики, что подтверждает необходимость перехода к алгоритмическому мониторингу на базе первичных данных [105, с. 1341, 1343].

Искусственный интеллект позволяет преодолеть оба ограничения – когнитивное и информационное. На уровне компании алгоритмы автоматизируют сбор и анализ корпоративных данных, повышая их надежность и высвобождая ресурсы для более глубокого взаимодействия со стейкхолдерами [194], а также проникают в процессы принятия решений советами директоров, становясь инструментом оптимизации комплаенса и оценки рисков [82, с. 344]. Компании инвестируют в алгоритмы глубокого обучения для ускорения анализа информации [86], и искусственный интеллект способен анализировать большие объемы данных в реальном времени, прогнозируя рыночные тенденции и оценивая эффективность работы менеджмента [83]. На уровне индивидуального инвестора алгоритмы машинного обучения способны преодолевать когнитивные искажения и минимизировать агентские проблемы, превосходя традиционные эконометрические модели в прогнозировании эффективности управления за счет учета нелинейных взаимодействий множества факторов [137]. Технологии больших данных и машинного обучения обладают значительным потенциалом для проактивного выявления скрытых угроз [233]. Если советы директоров, сталкивающиеся с серьезными информационными барьерами [239], уже используют подобные инструменты, то предоставление аналогичных аналитических систем розничным инвесторам становится необходимым условием выравнивания информационной асимметрии. Таким образом, аналитические системы на основе искусственного интеллекта

направлены на первый компонент асимметрии издержек, выявленной в параграфе 1.1, – издержки сбора и анализа корпоративной информации.

Второй цифровой инструмент – перевод процедур голосования на технологию распределенного реестра и системы электронного голосования. Этот инструмент направлен второй компонент асимметрии – издержки реализации прав на участие в управлении. Законодательство допускает проведение общих собраний с дистанционным участием и использование электронных бюллетеней [1], а регуляторы рекомендуют внедрять инструменты удаленного участия, электронные системы голосования и личные кабинеты [3; 4; 7]. ОЭСР подчеркивает, что виртуальные форматы и электронное голосование способствуют повышению вовлеченности за счет снижения временных и финансовых издержек участия [8, с. 16]. Эмпирическая база наглядно демонстрирует масштаб данного эффекта. Интеграция алгоритмов дистанционного электронного голосования дает существенный рост участия миноритариев. Показатель вовлеченности возрастает с базовых 3,27% сразу до 18,21% [118]. Перевод общих собраний в онлайн-среду имеет и более глубокие последствия. Эконометрически доказана строгая связь такого формата с общим оздоровлением управленческой практики. Частота манипуляций с корпоративной прибылью снижается. Одновременно купируются риски вывода активов со стороны контролирующих мажоритариев [147, с. 1048].

Однако базовая цифровизация отчетности сама по себе не решает проблему. Простая выгрузка данных в сеть не гарантирует роста вовлеченности инвесторов. Критическим фактором здесь выступает архитектура доступа к самому процессу волеизъявления [112]. Подача голоса должна быть максимально удобной. Оптимальный ответ на этот вызов дают технологии распределенного реестра. Именно блокчейн в связке со смарт-контрактами формирует наиболее последовательный механизм автоматизации корпоративного голосования. Эта комбинация радикально устраняет традиционные юридические и технические барьеры [74, с. 696].

Архитектура блокчейна децентрализует хранение информации. Ее целостность и абсолютная прозрачность гарантируются алгоритмически [93, с. 629]. Смарт-контракты, в свою очередь, берут на себя процессуальную автоматизацию. Попытки фальсификации итогов становятся технически невозможными. Параллельно происходит качественный скачок операционной эффективности за счет полной ликвидации этапов ручной верификации [83]. Внедрение блокчейна снижает транзакционные издержки участия, формируя технологические условия для преодоления рациональной апатии [56, с. 30; 231].

Наиболее продвинутое решение предполагает полный отказ от системы косвенного владения акциями, при которой конечные инвесторы регистрируются напрямую в распределенном реестре, что устраняет каскад посредников [169]. Блокчейн способен заменить традиционную многоуровневую систему регистраторов и депозитариев, усиливая защиту прав миноритариев и облегчая прямую коммуникацию с компанией [56, с. 30; 169]. Присвоение избирателям токенов делает процесс точным, быстрым и дешевым, а программируемые акции на базе смарт-контрактов позволяют искоренить практику так называемого пустого голосования, автоматически блокируя право голоса на определенный период после передачи бумаг [166]. Блокчейн обеспечивает розничным инвесторам уровень прозрачности и скорости исполнения, ранее доступный лишь институциональным игрокам, выравнивая условия участия на рынке [166]. Технологии распределенного реестра формируют новую парадигму управления, где участники получают право прямого голосования через цифровые токены [63, с. 182], а внедрение блокчейна позволяет традиционным структурам значительно повысить свою эффективность, снижая сопутствующие расходы в десятки раз [9, с. 202; 15, с. 66]. Тенденция к виртуализации управления описывается в литературе как переход к открытым платформенным моделям, в которых совет директоров выступает не замкнутым органом, а узлом информационной сети [63, с. 184].

Третий цифровой инструмент – мониторинг настроений инвесторов на основе обработки естественного языка (далее – NLP), обеспечивающий институциональную триаду качественной обратной связью. Необходимость этого инструмента обусловлена спецификой поведения розничных инвесторов, которые часто выступают в роли «шумовых трейдеров», чьи решения продиктованы психологическими факторами и рыночными настроениями, а не фундаментальным анализом [218]. Настроения инвесторов являются значимым предиктором доходности акций, поскольку отражают ожидания относительно будущих денежных потоков, а высокий уровень «шумовой» торговли ведет к избыточной волатильности [161]. Социальные сети усиливают эмоциональный трейдинг, создавая высокореактивную торговую среду [90; 214, с. 958]. При этом общерыночные показатели настроений не способны в полной мере уловить поведение в отношении конкретной компании, что требует измерения на микроуровне [218].

Анализ настроений на основе NLP позволяет компаниям в реальном времени анализировать обратную связь из социальных сетей и оперативно оценивать общественное мнение, трансформируя текстовые данные в числовые переменные, пригодные для машинного обучения [93, с. 624; 142, с. 1366]. Социальные сети и профильные финансовые форумы генерируют контент от глобальной аудитории, обеспечивая высокую доступность данных для оценки массовых настроений [142, с. 1371; 209]. Агрегированное мнение, полученное из индивидуальных публикаций, способно предсказывать будущие квартальные доходы компании [198], а использование алгоритмов агрегации трансформирует разрозненные мнения в репрезентативный показатель, становясь важнейшим дополнением к традиционным опросам [184]. Поскольку розничные инвесторы неоднородны, а генерируемый ими контент содержит значительный информационный шум, применение методов фильтрации является условием получения пригодных для управления данных [184].

При этом, результаты мониторинга настроений несут управленческие последствия для менеджмента. Эмпирически установлено, что негативные настроения розничных инвесторов на форумах создают существенное институциональное давление на менеджмент [181, с. 4] и способны провоцировать управленческую близорукость и экологическое лицемерие [185]. Использование цифровых каналов связи меняет тональность коммуникации – вопросы акционеров становятся более краткими и значительно более негативными, что требует новых алгоритмических подходов к анализу [116]. Вместе с тем социальные сети позволяют инвесторам использовать эффект «мудрости толпы», при котором агрегированные мнения непрофессиональных участников нередко предсказывают результаты точнее профессиональных аналитиков [198]. Цифровые коммуникационные платформы позволяют стейкхолдерам формировать «спираль голоса», оказывающую прямое влияние на стратегические решения [236]. Для оценки эффективности взаимодействия на практике успешно применяются цифровые метрики, такие как анализ упоминаемости в СМИ и индексы качества сайтов [46, с. 290]. Классификация цифровых инструментов и принципы их действия представлены в таблице 15.

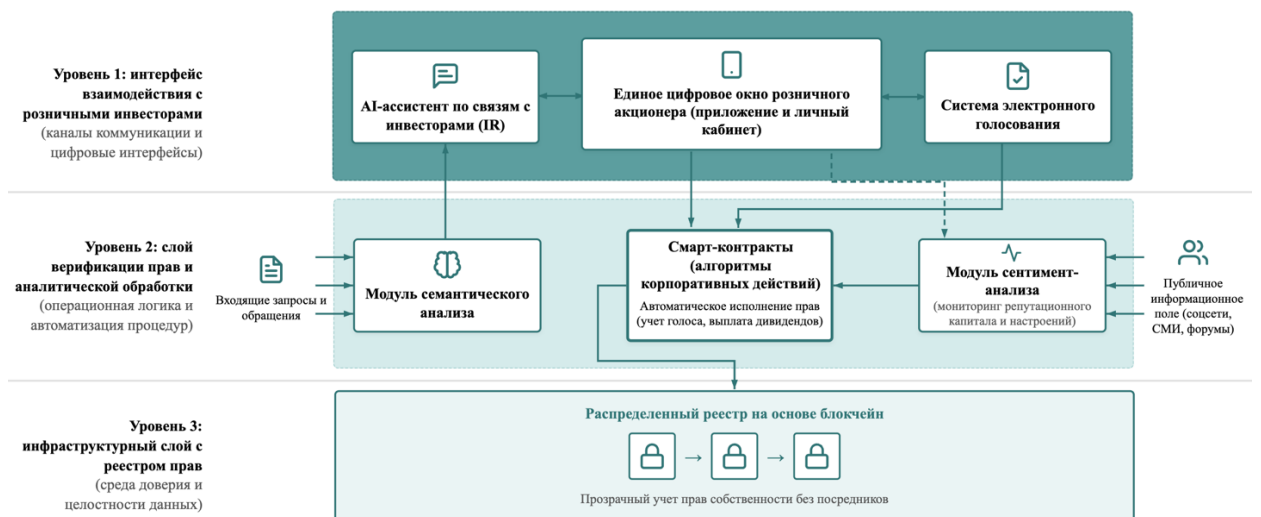
Таблица 15 – Цифровые инструменты преодоления асимметрии издержек контроля

Цифровой инструмент	Компонент асимметрии	Принцип действия	Синергетический эффект
Аналитические системы на основе искусственного интеллекта	Издержки сбора и анализа корпоративной информации	Автоматизация обработки неструктурированных данных, преодоление когнитивных искажений	Снижение барьера компетентности, формирование обоснованного запроса к менеджменту
Инфраструктура распределенного реестра и электронное голосование	Издержки реализации прав (участия в голосованиях)	Устранение каскада номинальных держателей, автоматическое исполнение смарт-контрактов	Обеспечение технологической бесшовности волеизъявления, ликвидация проблемы пустого голосования
Мониторинг настроений на основе NLP	Издержки обратной связи и агрегации мнений	Трансформация «шума» социальных сетей в количественные метрики лояльности	Выявление ранних репутационных рисков, обеспечение комитета объективными данными

Источник: составлено автором на основе [44; 93; 137; 166].

Анализ таблицы 15 демонстрирует, что каждый цифровой инструмент направлен на преодоление конкретного барьера, препятствующего вовлечению розничного инвестора. Аналитическая рутина сегодня эффективно делегируется интеллектуальным алгоритмам [50, с. 69], в то время как блокчейн-протоколы обеспечивают неизменность и безопасность транзакционных данных [52, с. 888]. Мониторинг настроений позволяет трансформировать спонтанные эмоциональные реакции инвесторов в объект рационального управления. Однако внедрение данных технологий вне институциональных рамок контрпродуктивно: оно не решает базовых противоречий, а лишь генерирует дополнительные риски.

Масштабирование миноритарной базы требует конвергенции разрозненных цифровых инструментов в рамках монолитной архитектуры. Она должна бесшовно связывать интерфейсный уровень, аналитический процессинг и инфраструктурный слой верификации прав. Концептуальное устройство предлагаемой цифровой экосистемы отражено на рисунке 10.



Источник: составлено автором.

Рисунок 10 – Архитектура цифровой инфраструктуры взаимодействия с розничными инвесторами

Рисунок 10 визуализирует трехуровневую логику проектируемой системы. Первый уровень – интерфейс взаимодействия – объединяет ИИ-ассистента (функционирующего в связке с IR-департаментом),

персональное цифровое окно для работы с корпоративными полномочиями и модуль дистанционного электронного голосования. Данный слой направлен на преодоление барьера рациональной апатии, снижая издержки доступа к информации и процедурам волеизъявления до уровня, сопоставимого с издержками совершения торговой сделки. Второй слой – обработка и аналитика – включает смарт-контракты для автоматического исполнения корпоративных действий и модуль сентимент-анализа, трансформирующий неструктурированный поток обращений инвесторов и публикаций в социальных сетях в количественные метрики, пригодные для принятия управленческих решений комитетом по взаимодействию с розничными инвесторами. Третий слой – инфраструктурный – обеспечивает прозрачный учет прав собственности на основе распределенного реестра, устраняя каскад номинальных держателей и создавая условия для прямой идентификации конечных бенефициаров.

Принципиальной характеристикой предлагаемой архитектуры является взаимозависимость слоев: интерфейс бесполезен без аналитической обработки (массовые запросы превращаются в информационный шум), аналитика бесполезна без верифицируемой инфраструктуры (данные о правах собственности недостоверны), а инфраструктура без пользовательского интерфейса не снижает издержки участия для розничного инвестора. Именно эта взаимозависимость обосновывает необходимость комплексного, а не фрагментарного внедрения цифровых решений, о чем свидетельствует и международный опыт, рассмотренный в параграфе 2.3: технология, не встроенная в институциональные рамки, воспроизводит рациональную апатию на новой платформе.

Цифровые технологии могут быть использованы доминирующими группами для усиления своей власти и контроля над информационными потоками, что создает риски дальнейшего ущемления прав миноритариев [23, с. 20]. Виртуальные собрания акционеров несут риск узурпации повестки менеджментом, который получает полный контроль

над модерацией вопросов [127]. Несмотря на инвестиции в искусственный интеллект и блокчейн, существуют риски цифрового исключения и угрозы кибербезопасности, требующие создания надежных регуляторных рамок [154, с. 14]. Политики использования цифровых платформ рассматриваются в этой связи как неотъемлемая часть корпоративного управления, выступая инструментом снижения рисков [236], а формирование «цифрового доверия» – уверенности стейкхолдеров в надежности инфраструктуры и защите данных – становится самостоятельной управленческой задачей [236]. Именно поэтому институциональная триада и цифровые инструменты должны внедряться как единый комплекс, в котором каждый элемент компенсирует ограничения другого.

Синергия двух блоков рекомендаций проявляется в нескольких измерениях. Во-первых, внедрение искусственного интеллекта повышает качество раскрытия информации, однако этот эффект существенно усиливается при наличии специализированных комитетов на уровне совета директоров [194]. Это подтверждает, что комитет по взаимодействию и аналитические системы на основе искусственного интеллекта взаимно усиливают друг друга. Во-вторых, механизмы агрегации информации на цифровых платформах трансформируют разрозненные запросы в коллективные сигналы, преодолевая информационную асимметрию [181, с. 3], однако эффективность этих механизмов зависит от институциональных требований: если правила обязывают менеджмент давать точные ответы, вопросы инвесторов на платформах превращаются в твердые обязательства [122]. В-третьих, наличие у компании официальных каналов взаимодействия предоставляет миноритариям альтернативные пути для коммуникации, снижая уровень стихийного негатива на сторонних форумах [185], а приватные каналы коммуникации позволяют розничным акционерам получать оперативные ответы, повышая эффективность обратной связи. Многие инициативы акционеров при этом не доходят до голосования

благодаря успешным прямым переговорам с менеджментом, что позволяет избежать издержек публичного противостояния [129, с. 483].

Условием эффективного функционирования комплекса рекомендаций является учет поведенческих особенностей розничных инвесторов. Поведение этой категории акционеров в значительной степени зависит от архитектуры выбора. Использование цифрового поведенческого стимулирования, в частности установление правильных опций по умолчанию, является наиболее результативным способом преодоления поведенческих барьеров [200]. На практике розничные инвесторы реализуют право голоса через подписку на тематические политики консультантов по голосованию, что подтверждает необходимость создания технологических шаблонов для снижения издержек участия [186]. Для улучшения качества инвестиционных решений требуются целенаправленные вмешательства и образовательные инициативы со стороны институциональных посредников [200; 214, с. 962]. Внедрение современных информационных технологий требует поддержки на высшем уровне через создание комитетов, однако в литературе отмечается недостаток внимания к интеграции управления информационными технологиями в системы корпоративного управления, что требует адаптации организационных структур к технологическому прогрессу [197, с. 440].

Для адекватной оценки влияния на стоимость необходимы нефинансовые индикаторы, систематизирующие данные об отношениях компании со стейкхолдерами [34, с. 22]. Внедрение блокчейна и искусственного интеллекта способно повысить прозрачность интегрированной отчетности [225], а для снижения информационной асимметрии и выявления экологического лицемерия блокчейн обеспечивает верифицируемость данных, тогда как NLP автоматизирует анализ коммуникаций [143, с. 26]. Технологии распределенного реестра и смарт-контракты модернизируют процесс голосования, делая его быстрее и безопаснее [127], а блокчейн улучшает коммуникационную функцию

собраний, делая вопросы акционеров и ответы совета неизменными и расширяя временные рамки для диалога [231]. Независимая сертификация информации способна изменить поведение инвесторов за счет повышения прозрачности, что влияет на соотношение затрат и выгод при принятии решений [110]. Организационные меры, даже имея добровольный характер (мягкое регулирование), оказываются эффективными благодаря потребности компаний в легитимности [230, с. 1121]. Вовлечение широкого круга стейкхолдеров оказывает положительное влияние на прозрачность и эффективность управления рисками [233], а использование блокчейна и электронного голосования повышает доверие пользователей и стимулирует их вовлечение в процессы принятия решений [192, с. 326]. Теорема Б. Хольмстрема об информативности гласит, что любой информативный сигнал, даже содержащий «шум», позволяет улучшить агентский контракт и повысить эффективность контроля [160, с. 87]. Применительно к предлагаемым рекомендациям это означает, что даже несовершенные данные мониторинга настроений и электронного голосования с низкой явкой улучшают качество управленческих решений по сравнению с полным отсутствием обратной связи.

Внедрение институциональных решений без цифровой инфраструктуры приведет к формализму и разрыву между правилами и практикой [44, с. 60]. Цифровая трансформация должна включать аналитические системы на основе искусственного интеллекта для обработки информации, голосование на основе распределенного реестра для снижения издержек волеизъявления и мониторинг настроений для управления рисками [44, с. 59].

Таким образом, комплекс институциональных и цифровых инструментов экстраполирует влияние на стоимость эмпирически подтвержденных факторов на взаимодействие с розничными инвесторами. Если издержки контроля снижаются до уровня издержек торговли посредством алгоритмического мониторинга, асимметрия снижается, и квази-кредитор потенциально трансформируется в реального акционера.

Целевым показателем успешности внедрения предложенного дизайна выступает изменение модулирующего эффекта числа акционеров: переход коэффициента интеракции из нулевого состояния в статистически значимое подтвердит включение миноритариев в контур корпоративного контроля. Это не доказанный результат, а теоретически обоснованная гипотеза для будущих исследований. Разработанные рекомендации формируют замкнутую систему, в которой цифровые технологии обеспечивают техническую осуществимость мониторинга, а институциональная триада гарантирует его юридическую и управленческую значимость.

Выводы по главе 3

Разработка практических рекомендаций, основанная на результатах эконометрического анализа и сравнительного исследования международного опыта, позволяет сформулировать следующие выводы.

Во-первых, трансляция эконометрических коэффициентов в систему рекомендаций по оптимизации внутренних механизмов корпоративного управления выявила рассогласование между действующими нормативными подходами и эмпирической реальностью российского рынка. Расчетный оптимум квоты независимых директоров локализован в коридоре 40-43%. Указанное значение превышает базовый порог в одну треть, заданный Кодексом корпоративного управления Банка России. Однако оно ниже некоторых целевых ориентиров ведущих рейтинговых агентств. Парадигму механической максимизации независимости необходимо отвергнуть. Требуется прагматичная калибровка состава. Совет директоров обязан поддерживать строгий баланс между функцией внешнего контроля и доступом к уникальной внутрикорпоративной экспертизе. Идентичный подход справедлив и для количественного размера коллегиального органа. Математический оптимум составляет около 11 членов. В ходе анализа зафиксирован эффект частичной медиации. Интеграция в модель показателя

вовлеченности в работу комитетов приводит к снижению коэффициента при переменной независимости. Реальное функциональное наполнение всегда должно доминировать над формальным соответствием. Каждый член совета обязан участвовать в деятельности хотя бы одного профильного комитета. Система финансового вознаграждения, в свою очередь, должна жестко привязываться исключительно к объему фактической функциональной нагрузки.

Во-вторых, установлено, что оптимизация внутренних механизмов представляет собой необходимый, но недостаточный базис для решения проблемы рациональной апатии розничных инвесторов. Три эмпирических факта обосновывают рекомендации: комитет по корпоративному управлению создает измеримую премию к стоимости в 15-19%, что формирует канал для экстраполяции на взаимодействие с миноритариями; нулевая модерация числа акционеров доказывает, что при текущем институциональном дизайне розничные инвесторы исключены из контура контроля; незначимость концентрации собственности закрывает альтернативный путь воздействия через изменение распределения долей и оставляет институциональный дизайн единственным доступным рычагом.

В-третьих, предложен комплекс организационных мер, адресно воздействующий на все уровни проявления агентского конфликта II типа в гибридной структуре собственности. Комитет по взаимодействию с розничными инвесторами обеспечивает стратегическую интеграцию интересов миноритариев в контур, контролируемый блокхолдерами, создавая интерфейс между двумя изолированными рынками – рынком корпоративного контроля и рынком миноритарного капитала. Корпоративный омбудсмен формирует операционный канал досудебного урегулирования индивидуальных обращений, снижая издержки защиты прав, запретительно высокие для отдельного миноритария. Партнерство с ассоциациями инвесторов решает проблему координации через делегирование функции мониторинга профессиональным посредникам, агрегирующим разрозненные

интересы и преодолевающим проблему безбилетника. Каждый элемент триады привязан к измеренному эконометрическому механизму: создание комитета экстраполирует эффект значимой переменной наличия комитета по корпоративному управлению, одновременно увеличивая показатель вовлеченности директоров в комитеты – сильнейший предиктор стоимости в регрессионной модели.

В-четвертых, обоснован комплекс цифровых инструментов, обеспечивающих технологическое функционирование организационных мер и направленных на корневую причину рациональной апатии – асимметрию издержек контроля и торговли, выявленную в первой главе. Аналитические системы на основе искусственного интеллекта снижают когнитивные барьеры анализа корпоративной отчетности, инфраструктура распределенного реестра и электронного голосования устраняет каскад номинальных держателей и обеспечивает бесшовное волеизъявление, а мониторинг настроений на основе обработки естественного языка трансформирует неструктурированный информационный поток в количественные метрики, пригодные для принятия управленческих решений. Принципиальной характеристикой предлагаемого комплекса является взаимозависимость организационного и цифрового блоков: институты без цифровой инфраструктуры остаются декларативными, поскольку невозможно обработать запросы миллионов инвесторов вручную, тогда как цифровые инструменты без институциональных рамок порождают хаотичное давление, не трансформируемое в управленческие решения. Целевым показателем успешности внедрения предложенного комплекса выступает изменение модулирующего эффекта числа акционеров: переход коэффициентов интеракции из нулевого состояния в статистически значимое может подтвердить включение миноритариев в контур корпоративного контроля и потенциальную трансформацию квази-кредитора в реального акционера.

Заключение

Настоящее диссертационное исследование посвящено разработке теоретических положений и практических рекомендаций по повышению качества корпоративного управления, направленных на максимизацию стоимости российских публичных компаний в условиях трансформации акционерного капитала, обусловленной массовым притоком розничных инвесторов.

Отправной точкой исследования стало выявление противоречия, порожденного цифровизацией фондового рынка. Снижение издержек торговли до околонулевых значений при сохранении запретительно высоких издержек реализации прав контроля нарушает целостность «пучка прав» розничного акционера. Инвестор, сохраняя право на доход, утрачивает функцию контроля и приобретает статус квази-кредитора – субъекта, поставляющего акционерный капитал в обмен на дивидендную доходность, но лишенного как управленческого влияния реального акционера, так и защитных механизмов классического кредитора. На основе теории коллективных действий определено два пути преодоления этой проблемы – через институциональных посредников и через алгоритмизацию контроля, – ни один из которых не реализован на российском рынке в достаточной мере.

Эмпирический анализ панельной выборки российских публичных компаний за двадцатилетний период подтвердил теоретические предсказания и зафиксировал формирование устойчивой гибридной структуры собственности. Медианное число лиц с правом участия в общем собрании акционеров выросло в 2,6 раза, тогда как индекс концентрации Херфиндаля-Хиршмана увеличился на 1831 пункт.

Дисперсия миноритарной собственности масштабируется. Параллельно усиливается концентрация контроля в руках узкого круга блокхолдеров. Конвергенция к традиционной аутсайдерской модели не является неизбежной.

Рынок корпоративного контроля и сфера миноритарного капитала существуют изолированно.

Эконометрический дизайн исследования основан на анализе панельных данных. Включение фиксированных эффектов позволяет точно идентифицировать ключевые факторы качества корпоративного управления. Определены конкретные предикторы, влияющие на рыночную стоимость компании внутри сложившейся гибридной модели. Влияние доли независимых директоров здесь особенно показательно. Указанный параметр формирует строгую перевернутую U-образную зависимость. Расчетный оптимум зафиксирован в коридоре от 40% до 43%. Вовлеченность директоров в работу комитетов оказалась сильнейшим предиктором стоимости среди всех исследованных переменных, а наличие комитета по корпоративному управлению – единственным профильным комитетом, ассоциированным с измеримой премией. Обнаруженный эффект частичной медиации – снижение коэффициента при переменной независимости при контроле на вовлеченность – продемонстрировал, что независимость директора, не подкрепленная функциональной нагрузкой, представляет собой формализм, не создающий акционерной стоимости. Концентрация собственности, доля государственного участия и демографические характеристики совета оказались статистически незначимыми.

Одним из основных результатов является тест на модулирующую роль числа акционеров, замкнувший цепочку доказательств: все интеракции ключевых переменных корпоративного управления с логарифмом числа миноритариев оказались незначимыми. Это означает, что при текущем институциональном дизайне количественный рост розничной базы не трансформируется в качественное изменение корпоративного контроля – миноритарии не усиливают и не ослабляют действие механизмов управления, поскольку находятся вне контура принятия решений.

Совокупность эмпирических результатов – значимость комитетов по корпоративному управлению и вовлеченности директоров, незначимость

структуры собственности и нулевая модерация – сформировала строгое обоснование для комплекса практических рекомендаций. Предложения по оптимизации внутренних механизмов корпоративного управления включают калибровку доли независимых директоров в коридоре эмпирического оптимума, обязательное участие каждого директора в работе профильного комитета, формирование комитета по корпоративному управлению и внедрение программ долевого участия.

Для преодоления институциональной изоляции розничных инвесторов разработан комплекс мер, экстраполирующий эконометрические выводы на крупнейшую группу стейкхолдеров. Комитет по взаимодействию с розничными инвесторами создает интерфейс между двумя изолированными рынками, встраивая интересы миноритариев в контур, контролируемый блокхолдерами. Институт корпоративного омбудсмана обеспечивает миноритарному инвестору операционный доступ к механизмам защиты прав, позволяя избежать издержек, которые на индивидуальном уровне обычно оказываются запретительно высокими. Проблема координации миноритариев разрешается посредством партнерства с ассоциациями инвесторов, предполагающего делегирование функции мониторинга профессиональным посредникам.

Технологическое обеспечение организационных мер реализуется через комплекс цифровых инструментов, каждый из которых ориентирован на нейтрализацию определенного компонента асимметрии издержек. Аналитические системы на основе искусственного интеллекта снижают когнитивные барьеры при работе с корпоративной отчетностью. Инфраструктура распределенного реестра позволяет устранить каскад номинальных держателей и обеспечивает бесшовное исполнение прав голоса. Функция мониторинга рыночных настроений состоит в преобразовании неструктурированного информационного потока в метрики, пригодные для принятия управленческих решений. Институциональный и цифровой блоки находятся в отношениях взаимной зависимости: в отсутствие цифровой

инфраструктуры институты сохраняют преимущественно декларативный характер, тогда как цифровые инструменты, не опосредованные институциональными рамками, создают предпосылки для хаотичного давления на эмитентов.

Перспективы дальнейшего исследования связаны с усилением причинно-следственной идентификации. Примененная спецификация фиксирует устойчивые закономерности, но не исключает полностью обратную причинность и влияние ненаблюдаемых факторов. Принятие Кодекса корпоративного управления в 2014 году создает возможность для построения квазиэкспериментального дизайна по методу «разность разностей», хотя одновременное введение секторальных санкций затрудняет разделение эффектов и потребует конструирования дополнительных контрольных групп. Аналогичная логика применима к шоку 2022 года. Динамические панельные модели на основе обобщенного метода моментов могут позволить использовать лагированные значения как внутренние инструменты и преодолеть ограничения однопериодного лагирования, примененного в настоящей работе. Косвенно выявленный эффект медиации нуждается в формальной верификации через бутстрап-процедуры, адаптированные для нелинейных спецификаций. Спецификацию модели следует дополнить контролями рентабельности, инвестиционной активности и темпов роста выручки – их отсутствие может создавать риск смещения оценок. Подвыборочный анализ по типу собственности, отраслям, размеру и периодам может позволить оценить чувствительность результатов к структурной неоднородности. Наконец, модели пороговой регрессии могут дать возможность определить точки перелома в нелинейных зависимостях эндогенно, не навязывая симметричную параболическую форму.

Список литературы

Нормативные, правовые и методические документы

1. Российская Федерация. Законы. Об акционерных обществах : федеральный закон от 26 декабря 1995 г. № 208-ФЗ (ред. от 31.07.2025). – Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_law_8743 (дата обращения: 12.04.2026).
2. О национальных целях развития Российской Федерации на период до 2030 года и на перспективу до 2036 года [Указ Президента Российской Федерации от 7 мая 2024 г. № 309]. – Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_law_475991 (дата обращения: 12.04.2026).
3. Об утверждении Методики самооценки качества корпоративного управления в компаниях с государственным участием [Приказ Росимущества от 22 августа 2014 г. № 306]. – Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_law_168788 (дата обращения: 12.04.2026).
4. О Кодексе корпоративного управления [Письмо Банка России от 10 апреля 2014 г. № 06-52/2463]. – Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_law_162007 (дата обращения: 12.04.2026).
5. ГОСТ Р 59076-2020. Управление корпоративное. Общие требования к оценке эффективности. Методы скоринга по ключевым показателям эффективности : национальный стандарт Российской Федерации : издание официальное : введен в действие 1 ноября 2020 г. / Федеральное агентство по техническому регулированию и метрологии. – Москва : Стандартинформ, 2020. – 12 с.

6. ГОСТ Р 59962-2021. Управление корпоративное. Руководство по определению весовых коэффициентов ключевых показателей эффективности : национальный стандарт Российской Федерации : издание официальное : введен в действие 1 января 2022 г. / Федеральное агентство по техническому регулированию и метрологии. – Москва : Российский институт стандартизации, 2022. – 12 с.

7. Методика Национального рейтинга корпоративного управления / Российский институт директоров. – 26 с. – Текст : электронный. – URL: <https://rid.ru/nacionalnyj-rejting/metodika-nrku> (дата обращения: 12.04.2026).

8. G20/OECD Principles of corporate governance 2023 / OECD. – Paris : OECD Publishing, 2023. – 53 P. – DOI 10.1787/ed750b30-en. – ISBN 978-92-64-45168-1.

Монографии и книги

9. Корпоративные стратегии и технологии в условиях ESG трансформации бизнеса : монография / под редакцией И.Ю. Беляевой, О.В. Даниловой, И.В. Новиковой. – Москва : КНОРУС, 2025. – 409 с. – 500 экз. – ISBN 978-5-406-14171-7.

10. Радыгин, А.Д. Институциональные проблемы развития корпоративного сектора: собственность, контроль, рынок ценных бумаг / А.Д. Радыгин, Р.М. Энтов. – Москва : Институт экономики переходного периода, 1999. – 285 с. – ISBN 5-93255-006-6.

11. Berle, A.A. The Modern Corporation and Private Property / A.A. Berle, G.C. Means. – New Brunswick : Transaction Publishers, 1991. – 380 p. – ISBN 978-0-88738-887-3.

12. Freeman, R.E. Strategic management: a stakeholder approach / R.E. Freeman. – Cambridge : Cambridge University Press, 2010. – 276 p. – DOI 10.1017/CBO9781139192675. – ISBN 978-0-521-15174-0.

13. North, D.C. Institutions, institutional change and economic performance / D.C. North. – Cambridge : Cambridge University Press, 1990. – 152 p. – ISBN 978-0-521-39734-6.

14. Olson, M. The logic of collective action / M. Olson. – Cambridge, MA : Harvard University Press, 1965. – 176 p. – DOI 10.4159/9780674041660. – ISBN 978-0-674-53751-4.

15. Schwab, K. Stakeholder capitalism: a global economy that works for progress, people and planet / K. Schwab, P. Vanham. – Hoboken : John Wiley & Sons, 2021. – 288 p. – ISBN 978-5-119-75613-2.

16. Williamson, O.E. The economic institutions of capitalism: firms, markets, relational contracting / O.E. Williamson. – New York : The Free Press, 1985. – 450 p. – ISBN 978-0-02-934820-8.

Статьи из периодической печати, материалы конференций и препринты

17. Батаева, Б.С. Взаимосвязь между соблюдением рекомендаций Кодекса корпоративного управления и стоимостью российских публичных компаний / Б.С. Батаева, И.Н. Кашапов // Управленец. – 2025. – № 5. Том 16. – С. 18-32. – DOI 10.29141/2218-5003-2025-16-5-2. – ISSN 2218-5003.

18. Батаева, Б.С. Влияние раскрытия ESG-показателей на финансовые результаты российских публичных компаний / Б.С. Батаева, А.Д. Кокурина, Н.А. Карпов // Управленец. – 2021. – № 6. Том 12. – С. 20-32. – DOI 10.29141/2218-5003-2021-12-6-2. – ISSN 2218-5003.

19. Батаева, Б.С. Влияние факторов корпоративного управления на уровень раскрытия ESG-информации российскими публичными компаниями / Б.С. Батаева, Н.А. Карпов // Управленец. – 2023. – № 3. Том 14. – С. 30-43. – DOI 10.29141/2218-5003-2023-14-3-3. – ISSN 2218-5003.

20. Батаева, Б.С. Прозрачность раскрытия информации российскими компаниями с государственным участием: влияние состава и структуры совета директоров / Б.С. Батаева, Н.А. Карпов // Вестник Московского

университета. Серия 6. Экономика. – 2025. – № 1. Том 60. – С. 129-150.
– DOI 10.55959/MSU0130-0105-6-60-1-7. – ISSN 0130-0105.

21. Беликов, И.В. Корпоративное управление, его стандарты и их внедрение / И.В. Беликов, В.К. Вербицкий // Общество и экономика. – 2005. – № 10-11. – С. 113-139. – ISSN 0207-3676.

22. Беляева, И.Ю. Совершенствование практики корпоративного управления в российских компаниях / И.Ю. Беляева, Н.П. Козлова // Управленческие науки. – 2014. – № 2. – С. 16-24. – ISSN 2304-022X.

23. Беляева, И.Ю. Трансформация корпоративной собственности в процессе развития корпоративных отношений в России / И.Ю. Беляева, О.В. Данилова // Вестник Тверского государственного университета. Серия: Экономика и управление. – 2022. – № 3 (59). – С. 7-22. – DOI 10.26456/2219-1453/2022.3.007-022. – ISSN 2219-1453.

24. Вайсман, Е.Д. Исследование взаимосвязи качества корпоративного управления и финансового состояния корпораций / Е.Д. Вайсман, Н.С. Еремина // Вестник ЮУрГУ. Серия «Экономика и менеджмент». – 2021. – № 2. Том 15. – С. 58-66. – DOI 10.14529/em210207. – ISSN 1997-0129.

25. Вербицкий, В.К. PhICS-модель корпоративного управления компании и основные факторы развития компании / В.К. Вербицкий // Экономические стратегии. – 2015. – № 8. – С. 112-125. – ISSN 1680-094X.

26. Данилова, О.В. Управление государственной собственностью в России: проблемы и анализ текущей ситуации / О.В. Данилова, И.Ю. Беляева // Вестник Астраханского государственного технического университета. Серия: Экономика. – 2024. – № 2. – С. 9-19. – DOI 10.24143/2073-5537-2024-2-9-19. – ISSN 2073-5537.

27. Долгопятова, Т.Г. Собственность и корпоративный контроль в российских компаниях в условиях активизации интеграционных процессов / Т.Г. Долгопятова // Российский журнал менеджмента. – 2004. – № 2. Том 2. – С. 3-26. – ISSN 1729-7427.

28. Долгопятова, Т.Г. Формирование моделей корпоративного контроля в российской промышленности (по материалам обследований предприятий) / Т.Г. Долгопятова // Экономический журнал ВШЭ. – 2000. – № 3. Том 4. – С. 369-384. – ISSN 1813-8691.

29. Егорова, А.А. Влияние факторов корпоративного управления на ESG-рейтинг промышленных и ИТ-компаний / А.А. Егорова, Д.А. Чигирева // Российский журнал менеджмента. – 2021. – № 4. Том 19. – С. 451-474. – DOI 10.21638/spbu18.2021.404. – ISSN 1729-7427.

30. Емец, М.И. Корпоративное управление как ESG-фактор и доходность акций российских компаний / М.И. Емец // Экономическая безопасность. – 2021. – № 2. Том 4. – С. 421-432. – DOI 10.18334/ecsec.4.2.112142. – ISSN 2658-7548.

31. Ерзнкян, Б. Постсоциалистическая приватизация и корпоративное управление в свете теоремы Коуза / Б. Ерзнкян // Вопросы экономики. – 2005. – № 7. – С. 121-135. – DOI 10.32609/0042-8736-2005-7-121-135. – ISSN 0042-8736.

32. Завертеева, М.А. Взаимосвязанные советы директоров и деятельность российских компаний: результаты сетевого анализа / М.А. Завертеева, П.А. Попова // Российский журнал менеджмента. – 2021. – № 3. Том 19. – С. 288-314. – DOI 10.21638/spbu18.2021.302. – ISSN 1729-7427.

33. Ивашковская, И.В. Советы директоров российских компаний в контексте ESG-трансформации / И.В. Ивашковская, Е.Ю. Макеева, К.А. Попов // Вопросы экономики. – 2024. – № 10. – С. 42-76. – DOI 10.32609/0042-8736-2024-10-42-76. – ISSN 0042-8736.

34. Ивашковская, И.В. Стейкхолдерский подход к управлению, ориентированному на приращение стоимости компании / И.В. Ивашковская // Корпоративные финансы. – 2012. – № 1 (21). – С. 14-23. – DOI 10.17323/j.jcfr.2073-0438.6.1.2012.14-23. – ISSN 2073-0438.

35. Измайлова, М.А. Влияние гендерного разнообразия на качество управленческих решений в корпоративном секторе / М.А. Измайлова, Е.Ю. Корнева, Б.Г. Зиганшин [и др.] // Вестник Казанского ГАУ. – 2023. – № 3 (71). Том 18. – С. 154-162. – DOI 10.12737/2073-0462-2023-154-162. – ISSN 2073-0462.

36. Измайлова, М.А. Подходы к противодействию агентских конфликтов в системе корпоративного управления / М.А. Измайлова // Вестник Тверского государственного университета. Серия: Экономика и управление. – 2025. – № 4 (72). – С. 24-33. – DOI 10.26456/2219-1453/2025.4.024-033. – ISSN 2219-1453.

37. Календжян, С.О. Делегирование полномочий в практике корпоративного управления / С.О. Календжян, Т.Ю. Костенкова, О.В. Гумилевская // Российский внешнеэкономический вестник. – 2016. – № 7. – С. 108-119. – ISSN 2072-8042.

38. Капелюшников, Р.И. Концентрация собственности в системе корпоративного управления: эволюция представлений / Р.И. Капелюшников // Российский журнал менеджмента. – 2006. – № 1. Том 4. – С. 3-28. – ISSN 1729-7427.

39. Кашапов, И.Н. Анализ социокультурных факторов, влияющих на эффективность корпоративного управления / И.Н. Кашапов // Финансовая экономика. – 2021. – № 4. – С. 244-248. – ISSN 2075-7786.

40. Кашапов, И.Н. Взаимосвязь качества корпоративного управления и мультипликатора цена/балансовая стоимость: эмпирический анализ / И.Н. Кашапов // Друкеровский вестник. – 2024. – № 3. – С. 106-129. – ISSN 2312-6469.

41. Кашапов, И.Н. Влияние качества корпоративного управления на стоимость публичной компании. Часть 1 / И.Н. Кашапов // Горизонты экономики. – 2024. – № 2 (82). – С. 184-191. – ISSN 2219-3650.

42. Кашапов, И.Н. Влияние качества корпоративного управления на стоимость публичной компании. Часть 2 / И.Н. Кашапов // Горизонты экономики. – 2024. – № 3 (83). – С. 228-239. – ISSN 2219-3650.

43. Кашапов, И.Н. Гендерный баланс в органах корпоративного управления: тренды и влияние на стоимость компании / И.Н. Кашапов // Наука Юга России: достижения и перспективы : тезисы докладов XX Всероссийской ежегодной молодежной научной конференции с международным участием. – Ростов на Дону : Издательство ЮНЦ РАН, 2024. – С. 173. – 358 с. – ISBN 978-5-4358-0258-0.

44. Кашапов, И.Н. Институционализация взаимодействия с розничными инвесторами в условиях «гибридной» модели корпоративного управления: механизмы снижения агентских издержек / И.Н. Кашапов // Инновации и инвестиции. – 2026. – № 1. – С. 58-62. – ISSN 2307-180X.

45. Кашапов, И.Н. Качество корпоративного управления: факторы и их влияние на стоимость компании / И.Н. Кашапов // KANT. – 2024. – № 2 (51). – С. 70-75. – ISSN 2222-243X.

46. Кашапов, И.Н. Корпоративная благотворительность нефтегазовых и металлургических компаний / И.Н. Кашапов // Самоуправление. – 2021. – № 2 (124). – С. 288-293. – ISSN 2221-8173.

47. Кашапов, И.Н. Корпоративное управление и стоимость публичной компании: анализ отчетов российских эмитентов за 2005-2025 гг. / И.Н. Кашапов // Human Progress / Человеческое развитие. – 2025. – № 12. Том 11. – С. 1-23. – ISSN 2414-4916. – Текст : электронный. – DOI 10.46320/2073-4506-2025-12a-9. – URL: https://progress-human.com/images/2025/Том11_12/Kashapov.pdf (дата обращения: 12.04.2026).

48. Кашапов, И.Н. Оценка совета директоров ПАО «НК «Роснефть» / И.Н. Кашапов // Российский экономический интернет-журнал. – 2021. – № 1. – С. 1-8. – ISSN 2218-5402. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://elibrary.ru/ubrqsu> (дата обращения: 25.03.2026).

49. Кашапов, И.Н. Повышение качества корпоративного управления в государственной корпорации по атомной энергии «Росатом» / И.Н. Кашапов // Тинчуринские чтения – 2024 «Энергетика и цифровая трансформация» : сборник статей по материалам Международной молодежной научной конференции : в 4 томах. Том 3 ; под общей редакцией Э.Ю. Абдуллазянова. – Казань : КГЭУ, 2024. – С. 278-282. – 520 с. – ISBN 978-5-89873-666-8.

50. Кашапов, И.Н. Повышение эффективности хозяйственной деятельности нефтеперерабатывающих и нефтехимических предприятий путем улучшения качества корпоративного управления / И.Н. Кашапов // Новые тенденции в развитии корпоративного управления и финансов в нефтеперерабатывающих и нефтехимических компаниях : материалы V Всероссийской научно-практической конференции ; под общей редакцией Л.И. Ванчухиной. – Уфа : УНПЦ «Издательство УГНТУ», 2023. – С. 69-73. – 150 с. – ISBN 978-5-7831-2395-5.

51. Кашапов, И.Н. Развитие моделей управления стоимостью фирмы на основе интеграции факторов качества корпоративного управления / И.Н. Кашапов // Управление, экономика и общество: проблемы и пути развития : сборник статей участников IV Международной научно-практической конференции VIII Уральского вернисажа науки и бизнеса ; под общей редакцией Е.П. Велихова. – Челябинск : Издательство Челябинского государственного университета, 2024. – С. 131-133. – 289 с. – ISBN 978-5-7271-1982-2.

52. Кашапов, И.Н. Роль качества корпоративного управления в формировании инвестиционного климата регионов Российской Федерации / И.Н. Кашапов // МСИ: 10 лет подготовки кадров для международной системы ПОД/ФТ : материалы IX Международной научно-практической конференции Международного сетевого института в сфере ПОД/ФТ. – Москва : НИЯУ МИФИ, 2023. – С. 885-890. – 1066 с. – ISBN 978-5-7262-3032-0.

53. Кашапов, И.Н. Роль качества корпоративного управления в формировании механизмов устойчивого развития экономики промышленных отраслей, комплексов, предприятий / И.Н. Кашапов // Стратегия устойчивого развития и экономическая безопасность страны, региона, хозяйствующих субъектов : материалы XVIII Международной научно практической конференции молодых ученых, студентов и магистрантов ; под общей редакцией М.М. Богдановой, П.А. Косенковой. – Москва : Издательство «Перо», 2023. – С. 274-278. – 449 с. – ISBN 978-5-00244-114-3.

54. Кашапов, И.Н. Российская модель управления и перспективы ее развития / И.Н. Кашапов // Финансовая экономика. – 2021. – № 2. – С. 141-143. – ISSN 2075-7786.

55. Кашапов, И.Н. Теоретико-методологические подходы к анализу качества корпоративного управления в российских промышленных компаниях / И.Н. Кашапов // Вестник Евразийской науки. – 2024. – № 1. – С. 1-11. – Текст : электронный. – DOI 10.15862/51ECVN124. – ISSN 2588-0101. – URL: <https://esj.today/PDF/51ECVN124.pdf> (дата обращения: 25.03.2026).

56. Кашапов, И.Н. Формирование механизмов устойчивого развития промышленных компаний: роль блокчейна в повышении качества корпоративного управления / И.Н. Кашапов // Modern Economy Success / Успехи современной экономики. – 2024. – № 2. – С. 26-32. – DOI 10.58224/2500-3747-2024-2-26-32. – ISSN 2500-3747.

57. Клейнер, В. Корпоративное управление и эффективность деятельности компаний / В. Клейнер // Вопросы экономики. – 2008. – № 10. – С. 32-48. – DOI 10.32609/0042-8736-2008-10-32-48. – ISSN 0042-8736.

58. Косорукова, О.Д. Анализ влияния факторов корпоративного управления на стоимость бизнеса и уровень его капитализации / О.Д. Косорукова // Дайджест-Финансы. – 2021. – № 3. Том 26. – С. 291-309. – DOI 10.24891/df.26.3.291. – ISSN 2073-8005.

59. Кузин, Д.В. Концепции российского корпоративного управления: эволюция и сравнительный анализ / Д.В. Кузин // Вестник Московского университета. Серия 6. Экономика. – 2024. – № 1. Том 59. – С. 3-28. – DOI 10.55959/MSU0130-0105-6-59-1-1. – ISSN 0130-0105.

60. Лопухин, А.В. Перспективы устойчивого корпоративного управления в России на основе интегрированных коммуникаций / А.В. Лопухин, Е.А. Плаксенков, С.Н. Сильвестров // Мир новой экономики. – 2024. – № 1. Том 18. – С. 45-57. – DOI 10.26794/2220-6469-2024-18-1-45-57. – ISSN 2220-6469.

61. Макеева, Е.Ю. Взаимосвязь характеристик совета директоров с ESG-рейтингами и рыночной стоимостью российских компаний / Е.Ю. Макеева, К.А. Попов, А.А. Дихтярь, А.В. Судакова // Российский журнал менеджмента. – 2022. – № 4. Том 20. – С. 498-523. – DOI 10.21638/spbu18.2022.403. – ISSN 1729-7427.

62. Мальгинов, Г.Н. Динамика приватизации и состояние имущественных отношений: актуальные тенденции / Г.Н. Мальгинов, А.Д. Радыгин // Экономическое развитие России. – 2021. – № 8. Том 28. – С. 47-57. – ISSN 2306-5001.

63. Миловидов, В.Д. Корпоративное управление 2.0: эволюция системы корпоративных отношений в информационном обществе / В.Д. Миловидов // Проблемы национальной стратегии. – 2017. – № 4 (43). – С. 171-189. – ISSN 2079-3359.

64. Радыгин, А.Д. Эволюция форм интеграции и управленческих моделей: опыт крупных российских корпораций и групп / А.Д. Радыгин // Российский журнал менеджмента. – 2004. – № 4. Том 2. – С. 35-58. – ISSN 1729-7427.

65. Смотрицкая, И.И. Влияние института корпоративного управления на эффективность деятельности компаний: опыт эмпирических исследований / И.И. Смотрицкая, Н.Д. Фролова // Вестник Института экономики

Российской академии наук. – 2021. – № 4. – С. 39-58. – DOI 10.52180/2073-6487_2021_4_39_58. – ISSN 2073-6487.

66. Смотрицкая, И.И. Инсайдерская собственность и эффективность деятельности российских публичных компаний: эконометрические оценки / И.И. Смотрицкая, Н.Д. Фролова // Управленец. – 2023. – № 3. Том 14. – С. 2-16. – DOI 10.29141/2218-5003-2023-14-3-1. – ISSN 2218-5003.

67. Смотрицкая, И.И. Качество корпоративного управления и рыночная капитализация российских компаний: эмпирический анализ / И.И. Смотрицкая, Н.Д. Фролова // Управленец. – 2021. – № 4. Том 12. – С. 2-15. – DOI 10.29141/2218-5003-2021-12-4-1. – ISSN 2218-5003.

68. Смотрицкая, И.И. Особенности развития института корпоративного управления в российской экономике / И.И. Смотрицкая, Н.Д. Фролова // Общество и экономика. – 2023. – № 3. – С. 5-16. – DOI 10.31857/s020736760024665-0. – ISSN 0207-3676.

69. Суханов, Е.А. Американские корпорации в российском праве (о новой редакции гл. 4 ГК РФ) / Е.А. Суханов // Вестник гражданского права. – 2014. – № 5. – С. 7-24. – ISSN 1992-2043.

70. Ткаченко, И.Н. Зарубежные и российские исследования практики обратного выкупа акций: взгляд с позиции корпоративного управления / И.Н. Ткаченко, Б.С. Батаева // Управленческие науки. – 2020. – № 4. Том 10. – С. 37-51. – DOI 10.26794/2404-022X-2020-10-4-37-51. – ISSN 2304-022X.

71. Третьяков, М. Конвергенция моделей корпоративного управления / М. Третьяков // Вопросы экономики. – 2004. – № 1. – С. 129-140. – ISSN 0042-8736.

72. Харчилава, Х.П. Подходы к оценке качества корпоративного управления в российских компаниях с государственным участием / Х.П. Харчилава // Управленческое консультирование. – 2018. – № 10. – С. 84-88. – DOI 10.22394/1726-1139-2018-10-84-88. – ISSN 1726-1139.

73. Щукина, П.О. Связь качества корпоративного управления и дивидендных выплат компаний российского фондового рынка: подход на

основе индекса качества / П.О. Щукина, П.А. Лавриненко, А.Г. Мирзоян, А.А. Галич // Финансовый журнал. – 2025. – № 2. Том 17. – С. 122-136. – DOI 10.31107/2075-1990-2025-2-122-136. – ISSN 2075-1990.

74. Abdennadher, S. The effectiveness of e-corporate governance: an exploratory study of internet voting at shareholders' annual meetings in France / S. Abdennadher, W. Cheffi // Corporate Governance: The International Journal of Business in Society. – 2020. – № 4. Volume 20. – P. 673-702. – DOI 10.1108/CG-07-2019-0203. – ISSN 1472-0701.

75. Abdi, Y. Exploring the impact of sustainability (ESG) disclosure on firm value and financial performance (FP) in airline industry: the moderating role of size and age / Y. Abdi, X. Li, X. Càmarà-Turull // Environment, Development and Sustainability. – 2022. – № 4. Volume 24. – P. 5052-5079. – DOI 10.1007/s10668-021-01649-w. – ISSN 1387-585X.

76. Abdi, Y. Impact of sustainability on firm value and financial performance in the air transport industry / Y. Abdi, X. Li, X. Càmarà-Turull // Sustainability. – 2020. – № 23. Volume 12. – P. 9957. – DOI 10.3390/su12239957. – ISSN 2071-1050.

77. Abramov, A. State-owned enterprises in the Russian market: ownership structure and their role in the economy / A. Abramov, A. Radygin, M. Chernova // Russian Journal of Economics. – 2017. – № 1. Volume 3. – P. 1-23. – DOI 10.1016/j.ruje.2017.02.001. – ISSN 2405-4739.

78. Achim, M.V. The impact of the quality of corporate governance on sustainable development: an analysis based on development level / M.V. Achim, V.L. Văidean, A.I. Sabau (Popa), I.L. Safta // Economic Research-Ekonomska Istraživanja. – 2023. – № 1. Volume 36. – P. 930-959. – DOI 10.1080/1331677X.2022.2080745. – ISSN 1331-677X.

79. Adwani, A. ESG investing trends in emerging markets: a behavioral finance perspective / A. Adwani // International Journal of Social Impact. – 2025. – № 3. Volume 10. – P. 308-320. – DOI 10.25215/2455/1003034. – ISSN 2455-670X.

80. Aguilera-Caracuel, J. Social sustainability and financial performance of multilatinas: the moderating role of board independence and the sustainability committee / J. Aguilera-Caracuel, J. Guerrero-Villegas, G. Ahmadova, M. Bornay-Barrachina // Review of Managerial Science. – 2025. – DOI 10.1007/s11846-025-00922-w. – ISSN 1863-6683.

81. Aguilera, R.V. The corporate governance of environmental sustainability: a review and proposal for more integrated research / R.V. Aguilera, J.A. Aragón-Correa, V. Marano, P.A. Tashman // Journal of Management. – 2021. – № 6. Volume 47. – P. 1468-1497. – DOI 10.1177/0149206321991212. – ISSN 0149-2063.

82. Aguilera, R.V. Toward an updated corporate governance framework: fundamentals, disruptions, and future research / R.V. Aguilera, M. Ruiz Castillo // Business Research Quarterly. – 2025. – № 2. Volume 28. – P. 336-348. – DOI 10.1177/23409444251320399. – ISSN 2340-9444.

83. Akinsola, O.K. Smart contracts and corporate governance: automation, legal risks, and benefits / O.K. Akinsola, B.J. Mary // ResearchGate. – 2025. – Текст : электронный. – URL: <https://www.researchgate.net/publication/388288770> (дата обращения: 12.04.2026).

84. Al-Faryan, M.A.S. Agency theory, corporate governance and corruption: an integrative literature review approach / M.A.S. Al-Faryan // Cogent Social Sciences. – 2024. – № 1. Volume 10. – P. 2337893. – DOI 10.1080/23311886.2024.2337893. – ISSN 2331-1886.

85. Alhossini, M.A. Corporate board committees and corporate outcomes: an international systematic literature review and agenda for future research / M.A. Alhossini, C.G. Ntim, A.M. Zalata // The International Journal of Accounting. – 2021. – № 1. Volume 56. – P. 2150001. – DOI 10.1142/S1094406021500013. – ISSN 1094-4060.

86. Alkaraan, F. Corporate transformation toward Industry 4.0 and financial performance: the influence of environmental, social, and governance (ESG) / F. Alkaraan, K. Albitar, K. Hussainey, V.G. Venkatesh // Technological

Forecasting and Social Change. – 2022. – Volume 175. – P. 121423.
– DOI 10.1016/j.techfore.2021.121423. – ISSN 0040-1625.

87. Altin, M. Audit committee characteristics and firm performance: a cross-country meta-analysis / M. Altin // Management Decision. – 2024. – № 5. Volume 62. – P. 1687-1719. – DOI 10.1108/MD-04-2023-0511. – ISSN 0025-1747.

88. Amara, T. The ESG performance in relation to the board of directors' characteristics and sustainability incentives: a cross-national study / T. Amara, A. Ahmadi // Montenegrin Journal of Economics. – 2024. – № 4. Volume 20. – P. 27-37. – DOI 10.14254/1800-5845/2024.20-4.3. – ISSN 1800-5845.

89. Amin, M.Y. BRIC without B: does ownership structure matters for firm performance in emerging economies? / M.Y. Amin, Z.U. Haq // Quality & Quantity. – 2022. – № 1. Volume 56. – P. 217-226. – DOI 10.1007/s11135-021-01124-8. – ISSN 0033-5177.

90. Amin, M.R. The digital transformation of investment behavior: a systematic review of gambling tendencies in modern financial markets / M.R. Amin, Y.A. Nainggolan, R.A. Rahadi // Cogent Economics & Finance. – 2025. – № 1. Volume 13. – P. 2568643. – DOI 10.1080/23322039.2025.2568643. – ISSN 2332-2039.

91. Aoki, M. The contingent governance of teams: analysis of institutional complementarity / M. Aoki // International Economic Review. – 1994. – № 3. Volume 35. – P. 657-676. – DOI 10.2307/2527079. – ISSN 0020-6598.

92. Bacq, S. Stakeholder governance for responsible innovation: a theory of value creation, appropriation, and distribution / S. Bacq, R.V. Aguilera // Journal of Management Studies. – 2022. – № 1. Volume 59. – P. 29-60. – DOI 10.1111/joms.12746. – ISSN 0022-2380.

93. Badmus, O. AI-driven business analytics and decision making / O. Badmus, S.A. Rajput, J.B. Arogundade, M. Williams // World Journal of Advanced Research and Reviews. – 2024. – № 1. Volume 24. – P. 616-633. – DOI 10.30574/wjarr.2024.24.1.3093. – ISSN 2581-9615.

94. Baker, H.K. A bibliometric analysis of board diversity: current status, development, and future research directions / H.K. Baker, N. Pandey, S. Kumar, A. Haldar // *Journal of Business Research*. – 2020. – Volume 108. – P. 232-246. – DOI 10.1016/j.jbusres.2019.11.025. – ISSN 0148-2963.

95. Balp, G. Institutional investor collective engagements: non-activist cooperation vs activist wolf packs / G. Balp, G. Strampelli // *Ohio State Business Law Journal*. – 2020. – № 2. Volume 14. – P. 135-210. – ISSN 2690-6686.

96. Barko, T. Shareholder engagement on environmental, social, and governance performance / T. Barko, M. Cremers, L. Renneboog // *Journal of Business Ethics*. – 2022. – № 2. Volume 180. – P. 777-812. – DOI 10.1007/s10551-021-04850-z. – ISSN 0167-4544.

97. Bazhutov, D. The supply and effectiveness of investor relations in insider- vs. outsider-oriented markets / D. Bazhutov, A. Betzer, F. Brochet [et al.] // *Management Science*. – 2023. – № 1. Volume 69. – P. 660-683. – DOI 10.1287/mnsc.2022.4368. – ISSN 0025-1909.

98. Bebchuk, L.A. A theory of path dependence in corporate ownership and governance / L.A. Bebchuk, M.J. Roe // *Stanford Law Review*. – 1999. – № 1. Volume 52. – P. 127-170. – DOI 10.2307/1229459. – ISSN 0038-9765.

99. Bebchuk, L.A. The illusory promise of stakeholder governance / L.A. Bebchuk, R. Tallarita // *Cornell Law Review*. – 2020. – № 1. Volume 106. – P. 91-178. – DOI 10.2139/ssrn.3544978. – ISSN 0010-8847.

100. Behlau, H. Measuring board diversity: a systematic literature review of data sources, constructs, pitfalls, and suggestions for future research / H. Behlau, J. Wobst, R. Lueg // *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*. – 2024. – № 2. Volume 31. – P. 977-992. – DOI 10.1002/csr.2620. – ISSN 1535-3958.

101. Belikov, I. Russian listed companies: controlling shareholders and their conduct / I. Belikov, A. Dementieva // *Russian Management Journal*. – 2019. – № 4. Volume 17. – P. 427-444. – DOI 10.21638/spbu18.2019.401. – ISSN 1729-7427.

102. Belous, M. Dividend policy of Russian companies: cancel culture effect / M. Belous // Journal of Corporate Finance Research. – 2023. – № 4. Volume 17. – P. 114-131. – DOI 10.17323/j.jcfr.2073-0438.17.4.2023.114-131. – ISSN 2073-0438.

103. Berezinets, I.V. Disclosure and corporate governance: evidence from Russian companies / I.V. Berezinets, A.A. Muravyev // Russian Management Journal. – 2024. – № 2. Том 22. – P. 193-222. – DOI 10.21638/spbu18.2024.203. – ISSN 1729-7427.

104. Berezinets, I.V. Do board characteristics matter for the dividend policy of state-owned companies? Evidence from Russia / I.V. Berezinets, Y.B. Ilina, M.V. Smirnov, T.G. Ambardnishvili // International Journal of Business Governance and Ethics. – 2023. – № 2. Volume 17. – P. 196-222. – DOI 10.1504/IJBGE.2023.129429. – ISSN 1477-9048.

105. Berg, F. Aggregate confusion: the divergence of ESG ratings / F. Berg, J.F. Kölbel, R. Rigobon // Review of Finance. – 2022. – № 6. Volume 26. – P. 1315-1344. – DOI 10.1093/rof/rfac033. – ISSN 1572-3097.

106. Berkowitz, D. Economic development, legality, and the transplant effect / D. Berkowitz, K. Pistor, J.F. Richard // European Economic Review. – 2003. – № 1. Volume 47. – P. 165-195. – DOI 10.1016/S0014-2921(01)00196-9. – ISSN 0014-2921.

107. Bishwas, P.C. Does ownership concentration have an impact on financial performance of firms? / P.C. Bishwas, M.S. Hossain // Future Business Journal. – 2025. – № 1. Volume 11. – P. 86. – DOI 10.1186/s43093-025-00491-0. – ISSN 2314-7210.

108. Błach, J. Sustainability performance, corporate governance, and financial performance: evidence from Poland and Central European listed companies / J. Błach, E. Bukalska, B. Kaźmierska-Jóźwiak, A. Radman Pesa // Journal of Entrepreneurship, Management and Innovation. – 2025. – № 1. Volume 21. – P. 58-80. – DOI 10.7341/20252114. – ISSN 2299-7326.

109. Boivie, S. Are boards designed to fail? The implausibility of effective board monitoring / S. Boivie, M.K. Bednar, R.V. Aguilera, J.L. Andrus // *The Academy of Management Annals*. – 2016. – № 1. Volume 10. – P. 319-407. – DOI 10.5465/19416520.2016.1120957. – ISSN 1941-6520.

110. Bonacchi, M. Did the introduction of a reputation mechanism for Stewardship Code voluntary disclosures improve investor engagement? / M. Bonacchi, A. Klein, S. Longo, G. Strampelli // *ECGI Working Paper Series in Law*. – 2023. – № 622/2022. – DOI 10.2139/ssrn.4011957.

111. Braun, M.C. External corporate governance and corporate misconduct: meta-analysis / M.C. Braun, S.M. Mueller // *Corporate Governance: An International Review*. – 2025. – № 4. Volume 33. – P. 832-849. – DOI 10.1111/corg.12627. – ISSN 0964-8410.

112. Brav, A. Retail shareholder participation in the proxy process: monitoring, engagement, and voting / A. Brav, M. Cain, J. Zytneck // *Journal of Financial Economics*. – 2022. – № 2. Volume 144. – P. 492-522. – DOI 10.1016/j.jfineco.2021.07.013. – ISSN 0304-405X.

113. Bridoux, F. Stakeholder governance: solving the collective action problems in joint value creation / F. Bridoux, J.W. Stoelhorst // *Academy of Management Review*. – 2022. – № 2. Volume 47. – P. 214-236. – DOI 10.5465/amr.2019.0441. – ISSN 0363-7425.

114. Bridoux, F. Stakeholder theory, strategy, and organization: past, present, and future / F. Bridoux, J.W. Stoelhorst // *Strategic Organization*. – 2022. – № 4. Volume 20. – P. 797-809. – DOI 10.1177/14761270221127628. – ISSN 1476-1270.

115. Broadstock, D.C. The role of ESG performance during times of financial crisis: evidence from COVID-19 in China / D.C. Broadstock, K. Chan, L.T.W. Cheng, X. Wang // *Finance Research Letters*. – 2021. – Volume 38. – P. 101716. – DOI 10.1016/j.frl.2020.101716. – ISSN 1544-6123.

116. Brochet, F. Virtual shareholder meetings / F. Brochet, R. Chychyla, F. Ferri // *Management Science*. – 2024. – № 9. Volume 70. – P. 5896-5930. – DOI 10.1287/mnsc.2023.4946. – ISSN 0025-1909.

117. Bui, H. The impacts of corporate governance on firms' performance: from theories and approaches to empirical findings / H. Bui, Z. Krajcsak // *Journal of Financial Regulation and Compliance*. – 2024. – № 1. Volume 32. – P. 18-46. – DOI 10.1108/jfrc-01-2023-0012. – ISSN 1358-1988.

118. Cai, N. Online voting and minority shareholder dissent: evidence from China / N. Cai, W. He, G. Wu, X. Yu // *Financial Management*. – 2024. – № 2. Volume 53. – P. 327-352. – DOI 10.1111/fima.12439. – ISSN 0046-3892.

119. Clarkson, M.B.E. A stakeholder framework for analyzing and evaluating corporate social performance / M.B.E. Clarkson // *Academy of Management Review*. – 1995. – № 1. Volume 20. – P. 92-117. – DOI 10.5465/amr.1995.9503271994. – ISSN 0363-7425.

120. Coffee, J.C. Jr. Privatization and corporate governance: the lessons from securities market failure / J.C. Jr. Coffee // *The Journal of Corporation Law*. – 1999. – Volume 25. – P. 1-39. – ISSN 0360-795X.

121. Dalton, D.R. Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance / D.R. Dalton, C.M. Daily, A.E. Ellstrand, J.L. Johnson // *Strategic Management Journal*. – 1998. – № 3. Volume 19. – P. 269-290. – DOI 10.1002/(SICI)1097-0266(199803)19:3<269::AID-SMJ950>3.0.CO;2-K. – ISSN 0143-2095.

122. Dang, Y. Retail shareholder activism and corporate innovation: evidence from investor interaction platforms in China / Y. Dang, J. Sun, Y. Zhao // *Quality & Quantity*. – 2024. – № 2. Volume 58. – P. 1827-1858. – DOI 10.1007/s11135-023-01717-5. – ISSN 0033-5177.

123. Daniels, A. Blockchain & shareholder voting: a hard fork for 21st-century corporate governance / A. Daniels // *University of Pennsylvania Journal of Business Law*. – 2018. – Volume 21. – P. 405-441. – ISSN 1945-2934.

124. Danilov, G. The impact of corporate governance on firm performance: panel data evidence from S&P 500 Information Technology / G. Danilov // *Future Business Journal*. – 2024. – № 1. Volume 10. – P. 86. – DOI 10.1186/s43093-024-00376-8. – ISSN 2314-7210.

125. Dao Binh, T.T. A meta-analysis of corporate governance and firm performance / T.T. Dao Binh, T. Nguyen Tra // *Journal of Governance & Regulation*. – 2020. – № 1. Volume 9. – P. 18-34. – DOI 10.22495/jgrv9i1art2. – ISSN 2220-9352.

126. Demsetz, H. The structure of corporate ownership: causes and consequences / H. Demsetz, K. Lehn // *Journal of Political Economy*. – 1985. – № 6. Volume 93. – P. 1155-1177. – DOI 10.1086/261354. – ISSN 0022-3808.

127. Denis, E. Using digital technologies to strengthen shareholder participation / E. Denis, D. Blume // *OECD Going Digital Toolkit Notes*. – 2021. – № 9. – DOI 10.1787/0fe52016-en. – ISSN 2791-2655.

128. Dergunova, I.V. The board work experience diversity and the performance of Russian companies / I.V. Dergunova, T.G. Dolgopyatova // *Russian Management Journal*. – 2021. – № 1. Volume 19. – P. 5-34. – DOI 10.21638/spbu18.2021.101. – ISSN 1729-7427.

129. Diaz-Rainey, I. Shareholder activism on climate change: evolution, determinants, and consequences / I. Diaz-Rainey, P.A. Griffin, D.H. Lont [et al.] // *Journal of Business Ethics*. – 2024. – № 3. Volume 193. – P. 481-510. – DOI 10.1007/s10551-023-05486-x. – ISSN 0167-4544.

130. DiMaggio, P.J. The iron cage revisited: institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields / P.J. DiMaggio, W.W. Powell // *American Sociological Review*. – 1983. – № 2. Volume 48. – P. 147-160. – DOI 10.2307/2095101. – ISSN 0003-1224.

131. Dimingu, H. The role of board dynamics in organizational transformation: a corporate governance perspective / H. Dimingu, I.M. Mogaji // *Open Journal of Business and Management*. – 2024. – Volume 12. – P. 1209-1227. – DOI 10.4236/ojbm.2024.122063. – ISSN 2329-3284.

132. Donaldson, L. Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns / L. Donaldson, J.H. Davis // Australian Journal of Management. – 1991. – № 1. Volume 16. – P. 49-64. – DOI 10.1177/031289629101600103. – ISSN 0312-8962.

133. Donaldson, T. The stakeholder theory of the corporation: concepts, evidence, and implications / T. Donaldson, L.E. Preston // Academy of Management Review. – 1995. – № 1. Volume 20. – P. 65-91. – DOI 10.5465/amr.1995.9503271992. – ISSN 0363-7425.

134. Drempevic, S. The influence of firm size on the ESG score: corporate sustainability ratings under review / S. Drempevic, C. Klein, B. Zwergel // Journal of Business Ethics. – 2020. – № 2. Volume 167. – P. 333-360. – DOI 10.1007/s10551-019-04164-1. – ISSN 0167-4544.

135. Eisenhardt, K.M. Agency theory: an assessment and review / K.M. Eisenhardt // Academy of Management Review. – 1989. – № 1. Volume 14. – P. 57-74. – DOI 10.5465/AMR.1989.4279003. – ISSN 0363-7425.

136. Engel, E. The Sarbanes–Oxley Act and firms' going-private decisions / E. Engel, R.M. Hayes, X. Wang // Journal of Accounting and Economics. – 2007. – № 1-2. Volume 44. – P. 116-145. – DOI 10.1016/j.jacceco.2006.07.002. – ISSN 0165-4101.

137. Erel, I. Selecting directors using machine learning / I. Erel, L. Stern, C. Tan, M.S. Weisbach // Review of Financial Studies. – 2021. – № 7. Volume 34. – P. 3226-3264. – DOI 10.1093/rfs/hhab050. – ISSN 0893-9454.

138. Ertugrul, M. Annual report readability, tone ambiguity, and the cost of borrowing / M. Ertugrul, J. Lei, J. Qiu, C. Wan // Journal of Financial and Quantitative Analysis. – 2017. – № 2. Volume 52. – P. 811-836. – DOI 10.1017/S0022109017000187. – ISSN 0022-1090.

139. Fama, E.F. Separation of ownership and control / E.F. Fama, M.C. Jensen // The Journal of Law and Economics. – 1983. – № 2. Volume 26. – P. 301-325. – DOI 10.1086/467037. – ISSN 0022-2186.

140. Farah, B. Corporate governance in the Middle East and North Africa: a systematic review of current trends and opportunities for future research / B. Farah, R. Elias, R. Aguilera, E. Abi Saad // *Corporate Governance: An International Review*. – 2021. – № 6. Volume 29. – P. 630-660. – DOI 10.1111/corg.12377. – ISSN 0964-8410.

141. Farooq, M. Corporate governance and firm performance: empirical evidence from Pakistan / M. Farooq, A. Noor, S. Ali // *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*. – 2022. – № 1. Volume 22. – P. 42-66. – DOI 10.1108/CG-07-2020-0286. – ISSN 1472-0701.

142. Fauzan, N.A. A systematic review on social media sentiment in stock price prediction: data sources, machine learning models, and the evidence on effectiveness / N.A. Fauzan, M.R. Arviansyah // *Proceeding of International Conference on Digital, Social, and Science*. – 2025. – № 1. Volume 2. – P. 1365-1376. – DOI 10.62201/kk4j5376. – ISSN 3063-3303.

143. Feghali, K. Greenwashing in the era of sustainability: a systematic literature review / K. Feghali, R. Najem, B.D. Metcalfe // *Corporate Governance and Sustainability Review*. – 2025. – № 1. Volume 9. – P. 18-31. – DOI 10.22495/cgsrv9i1p2. – ISSN 2519-8971.

144. Forbes, D.P. Cognition and corporate governance: understanding boards of directors as strategic decision-making groups / D.P. Forbes, F.J. Milliken // *Academy of Management Review*. – 1999. – № 3. Volume 24. – P. 489-505. – DOI 10.5465/amr.1999.2202133. – ISSN 0363-7425.

145. Frecautan, I. Is corporate governance important for green bond performance in emerging capital markets? / I. Frecautan, I. Ivashkovskaya // *Eurasian Economic Review*. – 2024. – № 1. Volume 14. – P. 175-212. – DOI 10.1007/s40822-023-00249-5. – ISSN 1309-422X.

146. Freeman, R.E. Stockholders and stakeholders: a new perspective on corporate governance / R.E. Freeman, D.L. Reed // *California Management Review*. – 1983. – № 3. Volume 25. – P. 88-106. – DOI 10.2307/41165018. – ISSN 0008-1256.

147. Gao, H. Can online annual general meetings increase shareholders' participation in corporate governance? / H. Gao, J. Huang, T. Zhang // *Financial Management*. – 2020. – № 4. Volume 49. – P. 1029-1050. – DOI 10.1111/fima.12301. – ISSN 0046-3892.

148. Garcia-Blandon, J. Leveraging stakeholder engagement for market value growth: empirical evidence on sustainable development leadership in Europe / J. Garcia-Blandon, J.M. Argilés-Bosch, D. Ravenda // *Sustainable Development*. – 2024. – № 1. Volume 32. – P. 336-347. – DOI 10.1002/sd.2662. – ISSN 0968-0802.

149. García-Meca, E. Is SDG reporting substantial or symbolic? An examination of controversial and environmentally sensitive industries / E. García-Meca, J. Martínez-Ferrero // *Journal of Cleaner Production*. – 2021. – Volume 298. – P. 126781. – DOI 10.1016/j.jclepro.2021.126781. – ISSN 0959-6526.

150. Gillan, S.L. Firms and social responsibility: a review of ESG and CSR research in corporate finance / S.L. Gillan, A. Koch, L.T. Starks // *Journal of Corporate Finance*. – 2021. – Volume 66. – P. 101889. – DOI 10.1016/j.jcorpfin.2021.101889. – ISSN 0929-1199.

151. Gillan, S.L. Heterogeneity in shareholder activism: evidence from Japan / S.L. Gillan, N. Nguyen, T. Nishikawa // *Pacific-Basin Finance Journal*. – 2023. – Volume 77. – P. 101891. – DOI 10.1016/j.pacfin.2022.101891. – ISSN 0927-538X.

152. Gompers, P. Corporate governance and equity prices / P. Gompers, J. Ishii, A. Metrick // *The Quarterly Journal of Economics*. – 2003. – № 1. Volume 118. – P. 107-156. – DOI 10.1162/00335530360535162. – ISSN 0033-5533.

153. Grossman, S.J. The costs and benefits of ownership: a theory of vertical and lateral integration / S.J. Grossman, O.D. Hart // *Journal of Political Economy*. – 1986. – № 4. Volume 94. – P. 691-719. – DOI 10.1086/261404. – ISSN 0022-3808.

154. Gulati, T. Sustainable digital finance and Finance 5.0: a systematic review and research agenda / T. Gulati, A. Singla, P. Saini // South Asian Journal of Business Studies. – 2025. – P. 1-25. – DOI 10.1108/SAJBS-03-2025-0131. – ISSN 2398-628X.

155. Hambrick, D.C. Upper echelons: the organization as a reflection of its top managers / D.C. Hambrick, P.A. Mason // Academy of Management Review. – 1984. – № 2. Volume 9. – P. 193-206. – DOI 10.5465/amr.1984.4277628. – ISSN 0363-7425.

156. Hansmann, H. The end of history for corporate law / H. Hansmann, R. Kraakman // The Georgetown Law Journal. – 2001. – Volume 89. – P. 439-468. – ISSN 0016-8092.

157. Hardman, J. An institutional analysis of UK ostensible minority shareholder protection mechanisms / J. Hardman // Journal of Corporate Law Studies. – 2023. – № 2. Volume 23. – P. 397-436. – DOI 10.1080/14735970.2023.2287430. – ISSN 1473-5970.

158. Hazaea, S.A. The impact of board gender diversity on financial performance: a systematic review and agenda for future research / S.A. Hazaea, E.M. Al-Matari, N.H.S. Farhan, J. Zhu // Corporate Governance: The International Journal of Business in Society. – 2023. – № 7. Volume 23. – P. 1716-1747. – DOI 10.1108/cg-07-2022-0302. – ISSN 1472-0701.

159. Hillman, A.J. Boards of directors and firm performance: integrating agency and resource dependence perspectives / A.J. Hillman, T. Dalziel // Academy of Management Review. – 2003. – № 3. Volume 28. – P. 383-396. – DOI 10.5465/amr.2003.10196729. – ISSN 0363-7425.

160. Holmström, B. Moral hazard and observability / B. Holmström // The Bell Journal of Economics. – 1979. – № 1. Volume 10. – P. 74-91. – DOI 10.2307/3003320. – ISSN 0361-915X.

161. Huang, D. Investor sentiment aligned: a powerful predictor of stock returns / D. Huang, F. Jiang, J. Tu, G. Zhou // The Review of Financial Studies.

– 2015. – № 3. Volume 28. – P. 791-837. – DOI 10.1093/rfs/hhu080.
– ISSN 0893-9454.

162. Huang, F. Minority shareholder protection, corporate governance, and investment efficiency / F. Huang, L. Ge, S. Wu // Finance Research Letters. – 2023. – Volume 58. – P. 104506. – DOI 10.1016/j.frl.2023.104506. – ISSN 1544-6123.

163. Huynh, A.T. The impact of institutional pressures on corporate social responsibility and green marketing adoption: an empirical approach in Vietnam banking industry / A.T. Huynh, A. Knápková, T.-D. Bui, T.-T.-H. Nguyen // International Journal of Bank Marketing. – 2024. – № 3. Volume 42. – P. 620-641. – DOI 10.1108/IJBM-04-2023-0228. – ISSN 0265-2323.

164. Huynh, T.L.D. Information asymmetry and firm value: is Vietnam different? / T.L.D. Huynh, J. Wu, A.T. Duong // The Journal of Economic Asymmetries. – 2020. – Volume 21. – P. e00147. – DOI 10.1016/j.jeca.2019.e00147. – ISSN 1703-4949.

165. Iwasaki, I. Ownership structure and firm performance in emerging markets: a comparative meta-analysis of East European EU member states, Russia and China / I. Iwasaki, X. Ma, S. Mizobata // Economic Systems. – 2022. – № 2. Volume 46. – P. 100945. – DOI 10.1016/j.ecosys.2022.100945. – ISSN 0939-3625.

166. Jayasuriya, D.D. Blockchain-enabled corporate governance and regulation / D.D. Jayasuriya, A. Sims // International Journal of Financial Studies. – 2020. – № 2. Volume 8. – P. 36. – DOI 10.3390/ijfs8020036. – ISSN 2227-7072.

167. Jensen, M.C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers / M.C. Jensen // The American Economic Review. – 1986. – № 2. Volume 76. – P. 323-329. – DOI 10.2307/1818789. – ISSN 0002-8282.

168. Jensen, M.C. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure / M.C. Jensen, W.H. Meckling // Journal of Financial Economics. – 1976. – № 4. Volume 3. – P. 305-360. – DOI 10.1016/0304-405X(76)90026-X. – ISSN 0304-405X.

169. Jiménez-Gómez, B.S. Blockchain as an opportunity to upgrade the right to vote in listed companies / B.S. Jiménez-Gómez // *InDret*. – 2023. – № 1. – P. 61-97. – DOI 10.31009/InDret.2023.i1.03. – ISSN 1698-739X.

170. Johnson, J.L. Boards of directors: a review and research agenda / J.L. Johnson, C.M. Daily, A.E. Ellstrand // *Journal of Management*. – 1996. – № 3. Volume 22. – P. 409-438. – DOI 10.1177/014920639602200303. – ISSN 0149-2063.

171. Jones, T.M. Instrumental stakeholder theory: a synthesis of ethics and economics / T.M. Jones // *Academy of Management Review*. – 1995. – № 2. Volume 20. – P. 404-437. – DOI 10.2307/258852. – ISSN 0363-7425.

172. Kamolsareeratana, A. Compulsive gambling in the stock market: evidence from an emerging market / A. Kamolsareeratana, R. Kouwenberg // *Economies*. – 2023. – № 1. Volume 11. – P. 28. – DOI 10.3390/economies11010028. – ISSN 2227-7099.

173. Khan, H.R. Corporate governance quality, ownership structure, agency costs and firm performance. Evidence from an emerging economy / H.R. Khan, W.B. Khidmat, O. Al Hares [et al.] // *Journal of Risk and Financial Management*. – 2020. – № 7. Volume 13. – P. 154. – DOI 10.3390/jrfm13070154. – ISSN 1911-8074.

174. Krome, N. State corporate governance in Russia / N. Krome // *Europe-Asia Studies*. – 2022. – № 8. Volume 74. – P. 1350-1384. – DOI 10.1080/09668136.2021.1988905. – ISSN 0966-8136.

175. Kujala, J. Stakeholder engagement: past, present, and future / J. Kujala, S. Sachs, H. Leinonen [et al.] // *Business & Society*. – 2022. – № 5. Volume 61. – P. 1136-1196. – DOI 10.1177/00076503211066595. – ISSN 0007-6503.

176. La Porta, R. Corporate ownership around the world / R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer // *The Journal of Finance*. – 1999. – № 2. Volume 54. – P. 471-517. – DOI 10.1111/0022-1082.00115. – ISSN 0022-1082.

177. La Porta, R. Investor protection and corporate governance / R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. Vishny // *Journal of Financial*

Economics. – 2000. – № 1–2. Volume 58. – P. 3-27. – DOI 10.1016/S0304-405X(00)00065-9. – ISSN 0304-405X.

178. La Porta, R. Law and finance / R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. W. Vishny // Journal of Political Economy. – 1998. – № 6. Volume 106. – P. 1113-1155. – DOI 10.1086/250042. – ISSN 0022-3808.

179. Laique, U. Two decades of research on board gender diversity and financial outcomes: mapping heterogeneity and future research agenda / U. Laique, F. Abdullah, I.U. Rehman, B.S. Sergi // Corporate Social Responsibility and Environmental Management. – 2023. – № 5. Volume 30. – P. 2121-2144. – DOI 10.1002/csr.2510. – ISSN 1535-3958.

180. Lewellen, J. Institutional investors and corporate governance: the incentive to be engaged / J. Lewellen, K. Lewellen // The Journal of Finance. – 2022. – № 1. Volume 77. – P. 213-264. – DOI 10.1111/jofi.13085. – ISSN 0022-1082.

181. Li, J. Retail investor–corporate ESG information interactions and corporate green mergers and acquisitions / J. Li, M. Zhao, G. Ren // Corporate Governance: An International Review. – 2025. – P. 1-19. – DOI 10.1111/corg.12660. – ISSN 0964-8410.

182. Liao, C.-H. Corporate governance reforms and voluntary disclosure: international evidence on management earnings forecasts / C.-H. Liao, Z. San, A. Tsang // Journal of International Accounting, Auditing and Taxation. – 2024. – Volume 54. – P. 100602. – DOI 10.1016/j.intaccudtax.2024.100602. – ISSN 1061-9518.

183. Libman, A. Board empowerment: what motivates board members of founder-owned companies? / A. Libman, T. Dolgopyatova, A. Yakovlev // Journal of Management Inquiry. – 2018. – P. 1-18. – DOI 10.1177/1056492618759603. – ISSN 1056-4926.

184. Liu, Q. Methods for aggregating investor sentiment from social media / Q. Liu, H. Son // Humanities and Social Sciences Communications. – 2024. – № 1. Volume 11. – P. 925. – DOI 10.1057/s41599-024-03434-2. – ISSN 2662-9992.

185. Long, L. Does social media pressure induce corporate hypocrisy? Evidence of ESG greenwashing from China / L. Long, C. Wang, M. Zhang // *Journal of Business Ethics*. – 2025. – № 2. Volume 197. – P. 311-338. – DOI 10.1007/s10551-024-05747-3. – ISSN 0167-4544.

186. Malenko, A. Voting choice / A. Malenko, N. Malenko // *ECGI Working Paper Series in Finance*. – 2023. – № 810/2023. – Текст : электронный. – DOI 10.2139/ssrn.4390367. – URL: <https://ssrn.com/abstract=4390367> (дата обращения: 12.04.2026).

187. Mansour, M. The relationship between corporate governance quality and firm performance: the moderating role of capital structure / M. Mansour, H. Al Amosh, A.Y. Alodat [et al.] // *Sustainability*. – 2022. – № 17. Volume 14. – P. 10525. – DOI 10.3390/su141710525. – ISSN 2071-1050.

188. Mauludina, M.A. Determinants of SOE's performance: a systematic literature review / M.A. Mauludina, Y. Azis, C. Sukmadilaga, H. Susanto // *Cogent Business & Management*. – 2023. – № 2. Volume 10. – P. 2234138. – DOI 10.1080/23311975.2023.2234138. – ISSN 2331-1975.

189. Mendoza-Velazquez, A. Corporate governance and firm performance in hybrid model countries / A. Mendoza-Velazquez, L.C. Ortuño-Barba, L.D. Conde-Cortés // *Review of Accounting and Finance*. – 2022. – № 1. Volume 21. – P. 32-58. – DOI 10.1108/RAF-10-2020-0293. – ISSN 1475-7702.

190. Menghwar, P.S. Creating shared value: a systematic review, synthesis and integrative perspective / P.S. Menghwar, A. Daood // *International Journal of Management Reviews*. – 2021. – № 4. Volume 23. – P. 466-485. – DOI 10.1111/ijmr.12252. – ISSN 1460-8545.

191. Mitchell, R.K. Toward a theory of stakeholder identification and salience: defining the principle of who and what really counts / R.K. Mitchell, B.R. Agle, D.J. Wood // *Academy of Management Review*. – 1997. – № 4. Volume 22. – P. 853-886. – DOI 10.5465/amr.1997.9711022105. – ISSN 0363-7425.

192. Munir, S. E-governance initiatives and citizen participation at global perspective: systematic literature review / S. Munir, S. Sadiq, N. Abbas, F. Rasul // Sustainable Business and Society in Emerging Economies. – 2024. – № 3. Volume 6. – P. 317-336. – DOI 10.26710/sbsee.v6i3.3089. – ISSN 2708-2504.

193. Narula, R. Impact of ESG on firm value: a conceptual review of the literature / R. Narula, P. Rao, A.A. Rao // Journal of Social and Economic Development. – 2023. Volume 25. – P. 162-179. – DOI 10.1007/s40847-023-00267-8. – ISSN 0972-5792.

194. Naveed, K. AI adoption, ESG disclosure quality and sustainability committee heterogeneity: evidence from Chinese companies / K. Naveed, M.B. Farooq, M.K. Zahir-Ul-Hassan, F. Rauf // Meditari Accountancy Research. – 2025. – № 2. Volume 33. – P. 708-732. – DOI 10.1108/MEDAR-02-2024-2374. – ISSN 2049-372X.

195. Neupane, S. Diverse investor reactions to the COVID-19 pandemic: insights from an emerging market / S. Neupane, Z. Fan, D. Yanes Sanchez, B. Neupane // Journal of International Financial Markets, Institutions & Money. – 2024. – Volume 93. – P. 102000. – DOI 10.1016/j.intfin.2024.102000. – ISSN 1042-4431.

196. Nguyen, T.T.H. The nexus between corporate performance and state ownership in Vietnam: evidence of state ownership's inverted U-shape and provincial business environment influences / T.T.H. Nguyen, S.N.A.C. Darsono, G.Q. Phan [et al.] // Journal of Risk and Financial Management. – 2023. – № 12. Volume 16. – P. 499. – DOI 10.3390/jrfm16120499. – ISSN 1911-8074.

197. Noviliani, G. Corporate governance and risk management in improving company performance: a literature review study / G. Noviliani, S. Worokinasih, N. Imamah // KnE Social Sciences. – 2025. – № 13. Volume 10. – P. 432-446. – DOI 10.18502/kss.v10i13.18977. – ISSN 2518-668X.

198. Nuseir, M. Investor relations in the era of social media: systematic literature review of social media as a strategic corporate disclosure tool /

M. Nuseir, A. Qasim // *Journal of Financial Reporting and Accounting*. – 2021. – № 5. Volume 19. – P. 819-838. – DOI 10.1108/JFRA-06-2020-0160. – ISSN 1985-2517.

199. Orlitzky, M. Corporate social and financial performance: a meta-analysis / M. Orlitzky, F.L. Schmidt, S.L. Rynes // *Organization Studies*. – 2003. – № 3. Volume 24. – P. 403-441. – DOI 10.1177/0170840603024003910. – ISSN 0170-8406.

200. Pasquino, M. Socially responsible investments inside out: a new conceptual framework for investigating retail investor preferences / M. Pasquino, C. Lucarelli // *International Journal of Bank Marketing*. – 2025. – № 3. Volume 43. – P. 449-475. – DOI 10.1108/IJBM-02-2024-0077. – ISSN 0265-2323.

201. Phan, N.T.T. The impact of Shareholder Rights Directive II on the level and structure of CEO compensation / N.T.T. Phan, N. Meyer // *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*. – 2025. – № 1. Volume 99. – P. 11-18. – DOI 10.5117/mab.99.134184. – ISSN 0924-6304.

202. Popov, K. Board committee diversity and its effects on financial performance: a study of Russian firms / K. Popov // *Journal of Corporate Finance Research*. – 2024. – № 4. Volume 18. – P. 5-33. – DOI 10.17323/j.jcfr.2073-0438.18.4.2024.5-33. – ISSN 2073-0438.

203. Popov, K. Relationship between board characteristics, ESG and corporate performance: a systematic review / K. Popov, E. Makeeva // *Journal of Corporate Finance Research*. – 2022. – № 4. Volume 16. – P. 119-134. – DOI 10.17323/j.jcfr.2073-0438.16.4.2022.119-134. – ISSN 2073-0438.

204. Puzakov, A. Dividend payments by Russian companies: a signal to the market or a consequence of agency conflicts? / A. Puzakov, A. Mirzoyan, A. Galich // *Journal of Corporate Finance Research*. – 2024. – № 1. Volume 18. – P. 62-74. – DOI 10.17323/j.jcfr.2073-0438.18.1.2024.62-74. – ISSN 2073-0438.

205. Qureshi, M.A. The impact of sustainability (environmental, social, and governance) disclosure and board diversity on firm value: the moderating role of industry sensitivity / M.A. Qureshi, S. Kirkerud, K. Theresa, T. Ahsan //

Business Strategy and the Environment. – 2020. – № 3. Volume 29. – P. 1199-1214.
– DOI 10.1002/bse.2427. – ISSN 0964-4733.

206. Reber, B. ESG disclosure and idiosyncratic risk in initial public offerings / B. Reber, A. Gold, S. Gold // Journal of Business Ethics. – 2022. – № 3. Volume 179. – P. 867-886. – DOI 10.1007/s10551-021-04847-8. – ISSN 0167-4544.

207. Renou, T. Japan's corporate governance transformation: convergence or reconfiguration? / T. Renou, R. Carraz, T. Burger-Helmchen // Administrative Sciences. – 2023. – № 6. Volume 13. – P. 141. – DOI 10.3390/admsci13060141. – ISSN 2076-3387.

208. Rissy, Y.Y.W. The stakeholder model: its relevance, concept, and application in the Indonesian banking sector / Y.Y.W. Rissy // Journal of Banking Regulation. – 2021. – № 3. Volume 22. – P. 219-231. – DOI 10.1057/s41261-020-00140-2. – ISSN 1745-6452.

209. Rodrigues, M. Mapping the literature on social responsibility and stakeholders' pressures in the mining industry / M. Rodrigues, M.-C. Alves, R. Silva, C. Oliveira // Journal of Risk and Financial Management. – 2022. – № 10. Volume 15. – P. 425. – DOI 10.3390/jrfm15100425. – ISSN 1911-8074.

210. Romano, R. The Sarbanes-Oxley Act and the making of quack corporate governance / R. Romano // The Yale Law Journal. – 2005. – № 7. Volume 114. – P. 1521-1611. – ISSN 0044-0094.

211. Rossetto, S. Ownership concentration and firm risk: the moderating role of mid-sized blockholders / S. Rossetto, N. Selmane, R. Staglianò // Journal of Business Finance & Accounting. – 2023. – № 1-2. Volume 50. – P. 377-410. – DOI 10.1111/jbfa.12634. – ISSN 0306-686X.

212. Sai, M. Beneficiary investor monitoring and asset manager engagement / M. Sai, Y. Tsukioka, K. Yamada // Journal of Corporate Finance. – 2026. – Volume 96. – P. 102892. – DOI 10.1016/j.jcorpfin.2025.102892. – ISSN 0929-1199.

213. Sarker, N. Corporate governance and firm value: Bangladeshi manufacturing industry perspective / N. Sarker, S.M.K. Hossain // PSU Research Review. – 2024. – № 3. Volume 8. – P. 872-897. – DOI 10.1108/PRR-04-2023-0060. – ISSN 2399-1747.

214. Sathya, N. The influence of social media on investment decision-making: examining behavioral biases, risk perception, and mediation effects / N. Sathya, C. Prabhavathi // International Journal of System Assurance Engineering and Management. – 2024. – № 3. Volume 15. – P. 957-963. – DOI 10.1007/s13198-023-02182-x. – ISSN 0975-6809.

215. Simon, H.A. A behavioral model of rational choice / H.A. Simon // The Quarterly Journal of Economics. – 1955. – № 1. Volume 69. – P. 99-118. – DOI 10.2307/1884852. – ISSN 0033-5533.

216. Schmidt, C. Do exogenous changes in passive institutional ownership affect corporate governance and firm value? / C. Schmidt, R. Fahlenbrach // Journal of Financial Economics. – 2017. – № 2. Volume 124. – P. 285-306. – DOI 10.1016/j.jfineco.2017.01.005. – ISSN 0304-405X.

217. Schukina, P. Dividend policy of Russian companies: impact of board of directors / P. Schukina, A. Mirzoyan, A. Galich // Journal of Corporate Finance Research. – 2025. – № 1. Volume 19. – P. 98-114. – DOI 10.17323/j.jcfr.2073-0438.19.1.2025.98-114. – ISSN 2073-0438.

218. Seok, S. Dual effects of investor sentiment and uncertainty in financial markets / S. Seok, H. Cho, D. Ryu // Quarterly Review of Economics and Finance. – 2024. – Volume 95. – P. 300-315. – DOI 10.1016/j.qref.2024.04.006. – ISSN 1062-9769.

219. Shakri, I.H. Corporate governance and firm performance: evidence from political instability, political ideology, and corporate governance reforms in Pakistan / I.H. Shakri, J. Yong, E. Xiang // Economics & Politics. – 2024. – № 3. Volume 36. – P. 1633-1663. – DOI 10.1111/ecpo.12303. – ISSN 0954-1985.

220. Shleifer, A. A survey of corporate governance / A. Shleifer, R.W. Vishny // *The Journal of Finance*. – 1997. – № 2. Volume 52. – P. 737-783. – DOI 10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x. – ISSN 0022-1082.

221. Shleifer, A. Large shareholders and corporate control / A. Shleifer, R.W. Vishny // *Journal of Political Economy*. – 1986. – № 3. Volume 94. – P. 461-488. – DOI 10.1086/261385. – ISSN 0022-3808.

222. Shokomi, L. Sustainability committees and firm value / L. Shokomi, O.A. Yahaya // *Nigerian Defence Academy Open Access Articles*. – 2024. – № 9 (3). – P. 1-38. – Текст : электронный. – DOI 10.2139/ssrn.4950397. – URL: <https://ssrn.com/abstract=4950397> (дата обращения: 12.04.2026).

223. Simon, H.A. Rational decision making in business organizations / H.A. Simon // *The American Economic Review*. – 1979. – № 4. Volume 69. – P. 493-513. – DOI 10.2307/1808698. – ISSN 0002-8282.

224. Stoelhorst, J.W. Beyond primacy: a stakeholder theory of corporate governance / J.W. Stoelhorst, P. Vishwanathan // *Academy of Management Review*. – 2024. – № 1. Volume 49. – P. 107-134. – DOI 10.5465/amr.2020.0268. – ISSN 0363-7425.

225. Sundarasan, S. From board diversity to disclosure: a comprehensive review on board dynamics and ESG reporting / S. Sundarasan, R. Kumar, K. Tanaraj [et al.] // *Research in Globalization*. – 2024. – Volume 9. – P. 100259. – DOI 10.1016/j.resglo.2024.100259. – ISSN 2590-051X.

226. Teece, D.J. Dynamic capabilities and strategic management / D.J. Teece, G. Pisano, A. Shuen // *Strategic Management Journal*. – 1997. – № 7. Volume 18. – P. 509-533. – DOI 10.1002/(SICI)1097-0266(199708)18:7<509::AID-SMJ882>3.0.CO;2-Z. – ISSN 0143-2095.

227. Thamaree, A. Bibliometric review of research on corporate governance and firm value / A. Thamaree, S. Zaby // *Journal of Governance & Regulation*. – 2023. – № 1. Volume 12. – P. 42-52. – DOI 10.22495/jgrv12i1art4. – ISSN 2220-9352.

228. Thomsen, S. Sustainable corporate governance. An overview and an assessment / S. Thomsen. – Copenhagen Business School and ECGI. – 2023. – P. 1-39 – Текст : электронный. – DOI 10.2139/ssrn.4459225. – URL: <https://ssrn.com/abstract=4459225> (дата обращения: 12.04.2026).

229. Tran, V.H. Board gender diversity and firm performance: evidence from listed energy firms in Vietnam / V.H. Tran, A.N.N. Le, N.T. Nguyen, T.T. Ho // *Montenegrin Journal of Economics*. – 2024. – № 4. Volume 20. – P. 161-171. – DOI 10.14254/1800-5845/2024.20-4.14. – ISSN 1800-5845.

230. Uchida, D. The differential effect of regulatory signals on shareholder dissent: the case of shareholder voting in director elections / D. Uchida, T. Yoshikawa // *Corporate Governance: An International Review*. – 2025. – № 5. Volume 33. – P. 1107-1125. – DOI 10.1111/corg.12640. – ISSN 0964-8410.

231. Van der Elst, C. Blockchain and smart contracting for the shareholder community / C. Van der Elst, A. Lafarre // *European Business Organization Law Review*. – 2019. – № 1. Volume 20. – P. 111-137. – DOI 10.1007/s40804-019-00136-0. – ISSN 1566-7529.

232. Voss, D. Sectors versus borders: interest group cleavages and struggles over corporate governance in the age of asset management / D. Voss // *Socio-Economic Review*. – 2024. – № 3. Volume 22. – P. 1071-1094. – DOI 10.1093/ser/mwad072. – ISSN 1475-1461.

233. Wahyuni, R. Sustainability based financial risk management strategies for long term resilience: a systematic review / R. Wahyuni, B. Febriyanti, G. Laila [et al.] // *Indo-Fintech Intellectuals: Journal of Economics and Business*. – 2024. – № 5. Volume 4. – P. 2625-2639. – DOI 10.54373/ifijeb.v4i5.2154. – ISSN 2808-2443.

234. Wiersema, M.F. Top management team demography and corporate strategic change / M.F. Wiersema, K.A. Bantel // *Academy of Management Journal*. – 1992. – № 1. Volume 35. – P. 91–121. – DOI 10.5465/256474. – ISSN 0001-4273.

235. Williamson, O.E. Transaction-cost economics: the governance of contractual relations / O.E. Williamson // *The Journal of Law and Economics*. – 1979. – № 2. Volume 22. – P. 233-261. – DOI 10.1086/466942. – ISSN 0022-2186.

236. Wuersch, L. Using a digital internal communication strategy for digital capability development / L. Wuersch, A. Neher, J.F. Maley, M.K. Peter // *International Journal of Strategic Communication*. – 2024. – № 3. Volume 18. – P. 167-188. – DOI 10.1080/1553118X.2024.2330405. – ISSN 1553-118X.

237. Yermack, D. Higher market valuation of companies with a small board of directors / D. Yermack // *Journal of Financial Economics*. – 1996. – № 2. Volume 40. – P. 185-211. – DOI 10.1016/0304-405X(95)00844-5. – ISSN 0304-405X.

238. Zahra, S.A. Boards of directors and corporate financial performance: a review and integrative model / S.A. Zahra, J.A. Pearce // *Journal of Management*. – 1989. – № 2. Volume 15. – P. 291-334. – DOI 10.1177/014920638901500208. – ISSN 0149-2063.

239. Zaman, R. Corporate governance meets corporate social responsibility: mapping the interface / R. Zaman, T. Jain, G. Samara, D. Jamali // *Business & Society*. – 2022. – № 3. Volume 61. – P. 690-752. – DOI 10.1177/0007650320973415. – ISSN 0007-6503.

240. Zhang, I.X. Economic consequences of the Sarbanes-Oxley Act of 2002 / I.X. Zhang // *Journal of Accounting and Economics*. – 2007. – № 1-2. Volume 44. – P. 74-115. – DOI 10.1016/j.jacceco.2007.02.002. – ISSN 0165-4101.

241. Zhou, C. The overlooked reality of shareholder activism in China: defying Western expectations / C. Zhou, W. Zhang, D.W. Puchniak // *Harvard Business Law Review*. – 2025. – № 3. Volume 15. – P. 521-575. – DOI 10.2139/ssrn.4853552. – ISSN 2164-3601.

242. Zhou, G. Sustainable development, ESG performance and company market value: mediating effect of financial performance / G. Zhou, L. Liu, S. Luo //

Business Strategy and the Environment. – 2022. – № 7. Volume 31. – P. 3371-3387.
– DOI 10.1002/bse.3089. – ISSN 0964-4733.

Аналитические материалы

243. Ахметов, А. Выявление эффекта диспозиции в поведении российских розничных инвесторов : аналитическая записка / А. Ахметов, А. Васютина // Банк России : официальный сайт. – 2024. – 58 с. – Текст : электронный. – URL: https://www.cbr.ru/content/document/file/170760/analytic_note_20241227_dip.pdf (дата обращения: 12.04.2026).

244. Практика корпоративного управления и инвестиционная практика компаний стран БРИКС : исследование / Российский институт директоров : официальный сайт. – 2025. – 52 с. – Текст : электронный. – URL: https://rid.ru/wp-content/uploads/2025/03/rid_issled_a4_web2025.pdf (дата обращения: 12.04.2026).

Список иллюстративного материала

1 Список рисунков

Рисунок 1 Динамика числа акционеров, номинальных держателей и участников общего собрания акционеров	68
Рисунок 2 Динамика индекса Херфиндаля-Хиршмана за период с 2005 года по 2025 год.....	70
Рисунок 3 Концептуальная схема гибридной модели корпоративного управления.....	72
Рисунок 4 Тепловая карта парных коэффициентов корреляций Пирсона	85
Рисунок 5 Нелинейная зависимость стоимости компании от размера совета директоров.....	91
Рисунок 6 Распределение размеров советов директоров.....	93
Рисунок 7 Нелинейная зависимость стоимости компании от доли независимых директоров в совете.....	95
Рисунок 8 Распределение доли независимых директоров.....	97
Рисунок 9 Схема институционализации розничных инвесторов	146
Рисунок 10 Архитектура цифровой инфраструктуры взаимодействия с розничными инвесторами	153

2 Список таблиц

Таблица 1 Синтез теоретических подходов к анализу качества корпоративного управления.....	18
Таблица 2 Классификация издержек инвестора и механизмов преодоления рациональной апатии	26
Таблица 3 Каналы трансляции качества корпоративного управления в рыночную стоимость компании.....	35

Таблица 4 Сравнительный анализ формального и функционального подходов к оценке факторов качества корпоративного управления.....	40
Таблица 5 Систематизация теоретических подходов к оценке характеристик совета директоров	49
Таблица 6 Гипотезы о влиянии факторов корпоративного управления на стоимость компании.....	56
Таблица 7 Описание переменных регрессионных моделей	79
Таблица 8 Описательная статистика переменных выборки	82
Таблица 9 Влияние факторов корпоративного управления на коэффициент Тобина	88
Таблица 10 Сравнительный анализ инструментов снижения издержек коллективных действий акционеров	113
Таблица 11 Классификация барьеров участия розничных инвесторов и институциональных механизмов их преодоления	118
Таблица 12 Сравнение нормативных подходов и эмпирических результатов к определению оптимальной доли независимых директоров	126
Таблица 13 Систематизация предложений по совершенствованию внутренних механизмов корпоративного управления и каналов их влияния на стоимость.....	138
Таблица 14 Архитектура институциональной триады взаимодействия с розничными инвесторами	145
Таблица 15 Цифровые инструменты преодоления асимметрии издержек контроля	152

2 Список формул

Формула 1 Индекс концентрации собственности.....	67
Формула 2 Спецификация регрессионной модели.....	84
Формула 3 Точка максимума квадратичной зависимости.....	87

Приложение А
(информационное)

Характеристика эмпирической базы исследования

Таблица А.1 – Отраслевая структура выборки исследования

Код МСОК	Вид экономической деятельности	Количество наблюдений, ед.	Удельный вес, в процентах
A	Сельское хозяйство, лесоводство и рыболовство	34	0,4
B	Горнодобывающая промышленность и разработка карьеров	1455	16,5
C	Обрабатывающая промышленность	2240	25,4
D	Снабжение электричеством, газом, паром и кондиционированным воздухом	2927	33,2
F	Строительство	299	3,4
G	Оптовая и розничная торговля	257	2,9
H	Транспорт и складское хозяйство	272	3,1
I	Размещение и общественное питание	50	0,6
J	Информация и связь	429	4,9
K	Финансовая деятельность и страхование	639	7,2
L	Операции с недвижимым имуществом	63	0,7
M	Профессиональная, научная и техническая деятельность	29	0,3
N	Деятельность в сфере административных и вспомогательных услуг	16	0,2
P	Образование	19	0,2
Q	Деятельность в сфере здравоохранения и социальных услуг	95	1,1

Источник: составлено автором.

Таблица А.2 – Перечень публичных компаний

Тикер	Наименование эмитента	Код МСОК	Уровень листинга	Количество наблюдений
1	2	3	4	5
ABRD	Абрау-Дюрсо	C	3	46
AVAZ	АвтоВАЗ	C	1	48
AKRN	Акрон	C	2	55
KLVZ	Алкогольная группа Кристалл	C	3	3
ALRS	АЛРОСА	B	1	42
APRI	АПРИ	F	3	5
APTK	Аптечная сеть 36,6	G	2	6
ABIO	Артген	Q	2	64
ASSB	Астраханская энергосбытовая компания	D	3	58
AFKS	АФК Система	K	1	7
AMEZ	Ашинский металлургический завод	C	3	56
AFLT	Аэрофлот	H	1	65
AVAN	Банк Авангард	K	3	20

Продолжение таблицы А.2

1	2	3	4	5
VTBR	Банк ВТБ	К	1	5
KUZB	Банк Кузнецкий	К	3	41
PRMB	Банк Приморье	К	3	49
BSPB	Банк Санкт-Петербург	К	1	5
USBN	Банк Уралсиб	К	3	52
BISVP	Башинформсвязь	Ж	3	65
BANE	Башнефть	В	3	63
BLNG	Белон	В	3	62
BRZL	Бурятзолото	В	3	61
VSEH	ВИ.ру	Г	1	3
VKCO	ВК	Ж	1	4
VLHZ	Владимирский химический завод	С	3	66
VGSB	Волгоградская энергосбытовая компания	Д	3	58
VSMO	ВСМПО-АВИСМА	С	2	51
WUSH	ВУШ Холдинг	Н	2	6
VSYD	Выборгский судостроительный завод	С	3	64
GAZS	ГАЗ-сервис	Д	3	58
GAZT	ГАЗ-Тек	Д	3	48
GAZC	ГАЗКОН	Д	3	61
GAZP	Газпром	В	1	70
RTGZ	Газпром газораспределение Ростов-на-Дону	Д	3	66
SIBN	Газпром нефть	В	3	58
GAZA	Горьковский автомобильный завод	С	3	47
DATA	Группа Аренадата	Ж	2	2
ASTR	Группа Астра	Ж	1	4
DIXY	Группа компаний ДИКСИ	Г	1	44
RBCM	Группа компаний РБК	Ж	3	45
SMLT	Группа компаний Самолет	Ф	1	28
TNSE	Группа компаний ТНС энерго	Д	3	39
LSRG	Группа ЛСР	Ф	1	67
POSI	Группа Позитив	Ж	1	8
RAGR	Группа Русагро	А	1	11
GCHE	Группа Черкизово	С	3	55
GTRK	ГТМ	Н	3	23
DVEC	Дальневосточная энергетическая компания	Д	3	58
FESH	Дальневосточное морское пароходство	Н	2	57
DSKY	Детский мир	Г	1	63
DIAS	Диасофт	Ж	2	4
DZRD	Донской завод радиодеталей	С	3	44
EELT	Европейская электротехника	М	3	29
LEAS	Европлан	К	1	24
EUTR	ЕвроТранс	Г	1	6
DIOD	Завод ДИОД	С	3	53
ZILL	Завод имени И.А. Лихачева	С	3	17

Продолжение таблицы А.2

1	2	3	4	5
ZAYM	Займер	К	3	4
ZVEZ	Звезда	С	3	52
IVAT	ИВА	Ј	2	3
IGST	Ижсталь	С	3	21
X5	Икс 5	G	1	3
AQUA	Инарктика	A	1	23
RUSI	Инвестиционная компания РУСС-ИНВЕСТ	К	3	68
KFBA	Инград	F	3	62
IRAO	Интер РАО	D	1	59
KZOS	Казаньоргсинтез	С	3	59
KLSB	Калужская сбытовая компания	D	3	10
KMAZ	КАМАЗ	С	2	42
KCHE	Камчатскэнерго	D	3	63
DELI	Каршеринг Россия	N	2	6
TGKD	Квадра	D	2	50
KMEZ	Ковровский механический завод	С	3	5
KOGK	Коршуновский горно-обогатительный комбинат	B	3	62
KRSB	Красноярскэнерго	D	3	66
KROT	Красный Октябрь	С	3	44
KBTK	Кузбасская топливная компания	B	1	55
KAZT	Куйбышевазот	С	3	63
KGKC	Курганская генерирующая компания	D	3	45
LMBZ	Ламбумиз	С	3	2
LVHK	Левенгук	С	3	43
LNZL	Лензолото	B	3	56
LENT	Лента	G	1	10
LPSB	Липецкая энергосбытовая компания	D	3	15
LKOH	ЛУКОЙЛ	B	1	63
MVID	М.Видео	G	1	45
MAGE	Магаданэнерго	D	3	66
MGNT	Магнит	G	3	65
MAGN	Магнитогорский металлургический комбинат	С	1	62
MGKL	МГКЛ	К	3	4
MDMG	МД Медикал Групп	Q	1	3
MTLR	Мечел	B	1	43
MTSS	Мобильные ТелеСистемы	Ј	1	16
MRSB	Мордовская энергосбытовая компания	D	3	70
MOEX	Московская биржа	К	1	23
MGTS	Московская городская телефонная сеть	Ј	3	57
CBOM	Московский кредитный банк	К	1	5
GEMA	Международный медицинский центр обработки и криохранения биоматериалов	Q	3	17
MSTT	Мостотрест	F	3	8
MSNG	Мосэнерго	D	1	29

Продолжение таблицы А.2

1	2	3	4	5
MBNK	МТС-Банк	К	1	62
NSVZ	Наука-Связь	Ж	3	55
NFAZ	Нефтекамский автозавод	С	3	59
NKNC	Нижекамскнефтехим	С	3	32
NKSH	Нижекамскшина	С	3	61
VJGZ	ННК-Варьеганнефтегаз	В	3	62
BELU	НоваБев Групп	С	1	14
NVTK	НОВАТЭК	В	1	61
NLMK	Новолипецкий металлургический комбинат	С	1	11
NKHP	Новороссийский комбинат хлебопродуктов	С	3	45
NMTP	Новороссийский морской торговый порт	Н	3	43
GMKN	Норильский никель	В	1	12
NAUK	НПО Наука	С	3	43
UNAC	Объединенная авиастроительная корпорация	С	3	17
UWGN	Объединенная вагонная компания	С	3	5
OMZZ	Объединенные машиностроительные заводы	С	3	38
OGKB	ОГК-2	Д	2	30
OZPH	Озон Фармацевтика	С	2	2
ORUP	ОРГ	Г	1	8
PAZA	Павловский автобус	С	3	51
PMSB	Пермэнергосбыт	Д	3	65
PIKK	ПИК	Ф	1	66
PLZL	Полюс	В	1	64
PRMD	Промомед	С	2	3
RKKE	Ракетно-космическая корпорация Энергия имени С.П. Королева	С	3	21
RASP	Распадская	В	2	55
RENI	Ренессанс Страхование	К	1	15
CHGZ	РН-Западная Сибирь	В	3	62
RGSS	Росгосстрах	К	3	16
ROST	Росинтер Ресторантс	И	3	50
ROSN	Роснефть	В	1	62
FEES	Россети	Д	1	66
MRKV	Россети Волга	Д	2	62
LSNG	Россети Ленэнерго	Д	3	66
MSRS	Россети Московский регион	Д	2	69
MRKK	Россети Северный Кавказ	Д	3	62
MRKZ	Россети Северо-Запад	Д	2	60
MRKS	Россети Сибирь	Д	3	62
TORS	Россети Томск	Д	3	58
MRKU	Россети Урал	Д	2	54
MRKC	Россети Центр	Д	2	62
MRKP	Россети Центр и Приволжье	Д	2	58
MRKY	Россети Юг	Д	3	62
RDRB	Российский дорожный банк	К	3	58

Продолжение таблицы А.2

1	2	3	4	5
RTKM	Ростелеком	J	1	8
RUAL	РУСАЛ	C	1	12
HYDR	РусГидро	D	1	64
ROLO	Русолово	B	3	43
RNFT	РуссНефть	B	1	34
RZSB	Рязанская энергосбытовая компания	D	3	66
SAGO	Самараэнерго	D	3	53
KRKN	Саратовский нефтеперерабатывающий завод	C	3	55
SARE	Саратовэнерго	D	3	61
SLEN	Сахалинэнерго	D	3	66
SBER	Сбербанк	K	1	5
SVET	Светофор Групп	P	3	19
CHMF	Северсталь	C	1	15
SGZH	Сегежа	C	1	14
SELG	Селигдар	B	1	57
HALS	Система-Девелопмент	F	3	59
MFGS	Славнефть-Мегионнефтегаз	B	3	59
JNOS	Славнефть-ЯНОС	C	3	46
SVCB	Совкомбанк	K	1	5
FLOT	Совкомфлот	H	1	39
MGNZ	Соликамский магниевый завод	C	3	39
SVAV	Соллерс	C	2	57
SOFL	Софтлайн	J	2	23
SPBE	СПБ Биржа	K	3	36
STSB	Ставрополэнерго	D	3	64
CARM	СТГ	K	3	5
SNGS	Сургутнефтегаз	B	2	11
T	T-Технологии	K	1	3
KRKOP	Таганрогский котлостроительный завод Красный котельщик	C	3	61
TASB	Тамбовская энергосбытовая компания	D	3	61
TATN	Татнефть	B	1	64
TTLK	Таттелеком	J	3	65
TGKA	ТГК-1	D	1	30
TGKN	ТГК-14	D	2	61
TGKB	ТГК-2	D	3	58
PRFN	Теплант Восток	C	3	65
VRSB	ТНС энерго Воронеж	D	3	62
KBSB	ТНС энерго Кубань	D	3	64
MISB	ТНС энерго Марий Эл	D	3	66
NNSB	ТНС энерго Нижний Новгород	D	3	64
RTSB	ТНС энерго Ростов-на-Дону	D	3	63
YRSB	ТНС энерго Ярославль	D	3	58
TAER	Трансаэро	H	1	29
TRNFP	Транснефть	H	1	5

Продолжение таблицы А.2

1	2	3	4	5
TRMK	Трубная металлургическая компания	С	2	8
TUZA	Туймазинский завод автобетоновозов	С	3	60
ARSA	Управляющая компания Арсагера	К	3	67
URKA	Уралкалий	В	1	58
URKZ	Уральская кузница	С	3	64
LIFE	Фармсинтез	С	3	51
PHOR	ФосАгро	С	1	39
HIMCP	Химпром	С	3	64
HEAD	Хэдхантер	Н	1	4
HNFG	Хэндерсон	Г	2	4
GECO	Центр генетики и репродуктивной медицины Генетико	Q	3	6
WTSM	Центр международной торговли	L	3	63
CNTL	Центральный телеграф	J	3	65
CNRU	Циан	J	1	2
CHKZ	Челябинский кузнечно-прессовый завод	С	3	11
CHMK	Челябинский металлургический комбинат	С	3	64
CHEP	Челябинский трубопрокатный завод	С	1	45
ELFV	ЭЛ5-Энерго	D	1	65
ELMT	Элемент	С	3	3
ENPG	ЭН+ Групп	D	1	16
SFIN	ЭсЭфАй	К	1	60
ETLN	Эталон Групп	F	3	4
UNKL	Южно-Уральский никелевый комбинат	С	3	60
UKUZ	Южный Кузбасс	В	3	60
UGLD	Южуралзолото	В	2	22
GEMC	Юнайтед Медикал Групп	Q	1	5
UPRO	Юнипро	D	1	69
UTAR	ЮТэйр	Н	3	11
IRKT	Яковлев	С	3	7
YAKG	Якутская топливно-энергетическая компания	В	3	34
YKEN	Якутскэнерго	D	3	61
YDEX	Яндекс	J	1	3

Источник: составлено автором.

Приложение Б
(информационное)

Проверка моделей на робастность

Таблица Б.1 – Оценка моделей с лагированием независимых переменных

Переменная	Модель 1	Модель 2	Модель 3	Модель 4	Модель 5	Модель 6
ln_assets(t-1)	-0,003 (0,019)	-0,039** (0,019)	-0,036* (0,020)	-0,038* (0,020)	-0,045** (0,020)	-0,042** (0,020)
leverage(t-1)	0,638*** (0,087)	0,623*** (0,083)	0,632*** (0,085)	0,637*** (0,083)	0,633*** (0,085)	0,636*** (0,085)
tangibility(t-1)	-0,167 (0,121)	-0,134 (0,112)	-0,118 (0,112)	-0,129 (0,113)	-0,132 (0,112)	-0,141 (0,113)
bsize(t-1)	–	0,100 (0,075)	0,112 (0,073)	0,123* (0,073)	0,121* (0,071)	0,119 (0,073)
bsize_sq(t-1)	–	-0,004 (0,004)	-0,005 (0,004)	-0,006 (0,004)	-0,006* (0,003)	-0,006 (0,004)
indep(t-1)	–	0,719*** (0,204)	0,676*** (0,207)	0,612*** (0,215)	0,493** (0,209)	0,525*** (0,202)
indep_sq(t-1)	–	-0,838*** (0,257)	-0,807*** (0,258)	-0,770*** (0,262)	-0,614** (0,256)	-0,671*** (0,249)
female(t-1)	–	-0,170 (0,141)	-0,163 (0,139)	-0,171 (0,141)	-0,168 (0,140)	-0,166 (0,141)
age_over60(t-1)	–	0,185 (0,155)	0,186 (0,155)	0,119 (0,147)	0,105 (0,141)	0,131 (0,144)
age_under45(t-1)	–	-0,089 (0,105)	-0,071 (0,106)	-0,073 (0,108)	-0,070 (0,107)	-0,075 (0,106)
dir_ownership(t-1)	–	–	0,018 (0,012)	0,021* (0,011)	0,021* (0,011)	0,021* (0,011)
hhi(t-1)	–	–	0,020 (0,092)	0,041 (0,093)	0,049 (0,090)	0,044 (0,092)
d_gov_comm(t-1)	–	–	–	0,190*** (0,071)	0,148** (0,066)	0,156** (0,073)
d_esg_comm(t-1)	–	–	–	0,123 (0,116)	0,102 (0,112)	0,102 (0,113)
d_strat_comm(t-1)	–	–	–	0,065 (0,050)	-0,029 (0,055)	0,003 (0,055)
d_invest_comm(t-1)	–	–	–	-0,062 (0,060)	-0,066 (0,061)	-0,078 (0,060)
d_budget_comm(t-1)	–	–	–	-0,028 (0,045)	-0,072 (0,047)	-0,068 (0,048)
state_share(t-1)	–	–	–	-0,001 (0,001)	-0,000 (0,001)	-0,000 (0,001)
d_golden(t-1)	–	–	–	0,127 (0,140)	0,115 (0,134)	0,116 (0,138)
comm_particip(t-1)	–	–	–	–	0,253*** (0,069)	–
n_comm(t-1)	–	–	–	–	–	0,030* (0,016)
R ²	0,382	0,410	0,413	0,428	0,436	0,431
R ² скопп.	0,379	0,406	0,409	0,424	0,432	0,426

* p < 0,1; ** p < 0,05; *** p < 0,01

Источник: составлено автором.

Приложение В
(информационное)

Проверка модерированной роли числа акционеров

Таблица В.1 – Оценка модерированного эффекта числа акционеров на связь факторов качества корпоративного управления со стоимостью компании

Переменная	Модель 5 (базовая)	Модель 5 с переменными взаимодействия
1	2	3
Базовые переменные модели		
Размер компании (ln_assets)	-0,046** (0,020)	-0,048** (0,019)
Долговая нагрузка (leverage)	0,639*** (0,088)	0,638*** (0,089)
Доля внеоборотных активов (noncurrent)	-0,130 (0,106)	-0,134 (0,105)
Размер совета (bsize)	0,130* (0,069)	0,100 (0,183)
Размер совета в квадрате (bsize_sq)	-0,006* (0,003)	-0,005 (0,010)
Независимость совета (indep)	0,533*** (0,200)	1,287** (0,649)
Независимость совета в квадрате (indep_sq)	-0,661*** (0,249)	-1,327 (0,945)
Гендерное разнообразие (female)	-0,159 (0,142)	-0,162 (0,143)
Доля директоров 60+ (age_over60)	0,073 (0,140)	0,078 (0,141)
Доля директоров до 45 (age_under45)	-0,082 (0,106)	-0,084 (0,107)
Владение директоров (dir_ownership)	0,022** (0,011)	0,019 (0,026)
Концентрация собственности (hhi)	0,040 (0,088)	0,043 (0,090)
Государственное участие (state_share)	0,000 (0,001)	0,000 (0,001)
Золотая акция (d_golden)	0,112 (0,136)	0,115 (0,138)
Комитет по корпоративному управлению (d_gov_comm)	0,147** (0,063)	0,149** (0,065)
Комитет по устойчивому развитию (d_esg_comm)	0,115 (0,107)	0,117 (0,108)
Комитет по стратегии (d_strat_comm)	-0,034 (0,055)	-0,032 (0,056)
Комитет по инвестициям (d_invest_comm)	-0,064 (0,060)	-0,066 (0,061)
Комитет по бюджету и финансам (d_budget_comm)	-0,079 (0,048)	-0,077 (0,049)
Доля директоров в комитетах (comm_particip)	0,263*** (0,070)	0,511*** (0,169)

Продолжение таблицы В.1

1	2	3
Модерирующая переменная		
Логарифм числа акционеров (ln_shareholders)	–	0,018 (0,091)
Переменные взаимодействия		
Размер совета * Логарифм числа акционеров (bsize * ln_shareholders)	–	0,002 (0,020)
Размер совета в квадрате * Логарифм числа акционеров (bsize_sq * ln_shareholders)	–	-0,000 (0,001)
Независимость совета * Логарифм числа акционеров (indep * ln_shareholders)	–	-0,085 (0,069)
Независимость совета в квадрате * Логарифм числа акционеров (indep_sq * ln_shareholders)	–	0,074 (0,106)
Доля директоров в комитетах * Логарифм числа акционеров (comm_particip * ln_shareholders)	–	-0,030* (0,018)
Владение директоров * Логарифм числа акционеров (dir_ownership * ln_shareholders)	–	0,000 (0,004)
Показатели качества модели		
R ²	0,44	0,445
R ² скорр.	0,436	0,44
ΔR ²	–	0,004
Тест Вальда $\chi^2(6)$ для совместной значимости переменных взаимодействия	–	8,74
p-значение теста Вальда	–	0,189
Клас. ст. о. (компания)	Да	Да
Клас. ст. о. (год)	Да	Да
Фикс. эффекты (отрасль)	Да	Да
Фикс. эффекты (год)	Да	Да
* p < 0,1; ** p < 0,05; *** p < 0,01		

Источник: составлено автором.