

КАЧЕСТВО КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ В КОМПАНИЯХ С ГОСУДАРСТВЕННЫМ УЧАСТИЕМ: ЭМПИРИЧЕСКИЕ ОЦЕНКИ

На современном этапе в условиях санкционного давления актуализировались проблемы эффективности управления государственной акционерной собственностью и обострились вопросы, связанные с оценкой качества корпоративного управления в компаниях с государственным участием. В статье представлены результаты комплексного эконометрического исследования качества корпоративного управления, с выделением для более углубленного анализа группы акционерных обществ, где государство владеет контрольным пакетом акций. Новый методологический подход с использованием инструментов эконометрического моделирования позволил рассчитать 9 агрегированных частных индексов качества, характеризующих ключевые элементы института корпоративного управления, а затем оценить их влияние на показатели эффективности экономической деятельности компаний. Выборку исследования составили 108 крупнейших российских компаний. На основе результатов проведенного исследования определены наиболее острые проблемы корпоративного управления в компаниях с доминированием государственного участия, которые следует учитывать при разработке принципов трансформации сложившейся модели государственного управления для адаптации к новой экономической реальности.

Ключевые слова: компании с государственным участием, качество управления, измерение и эмпирическая оценка, результаты экономической деятельности, дисфункции корпоративного управления.

Введение

В условиях беспрецедентного санкционного давления для обеспечения национального суверенитета страны требуется адаптация российской экономики к стратегическим глобальным вызовам. Новые контуры разрабатываемой в настоящее время экономической политики базируются на дальней-



И. И. Смотрицкая



Н. Д. Фролова

шем развитии модели с ведущей ролью государства в экономике [19]. Такая модель подразумевает опору государства в экономической сфере на крупные национальные компании, государственные корпорации и компании с государственным участием, с предоставлением им преференций и лоббированием интересов на международном рынке [6]. Под компаниями с государственным участием в данной статье понимаются организации, в которых пакет акций принадлежит государству напрямую или через зависимые хозяйствующие субъекты, что дает право на получение части прибыли от деятельности акционерного общества в виде дивидендов, а также на участие в управлении АО.

На современном этапе государство является крупнейшим акционером российского рынка. Так, если в 2000 году (по оценке ИПЭИ РАНХиГС) индекс государственной собственности Российской Федерации составлял 31,2% ВВП, то к 2019 году он вырос до 53,1%, а выручка 18 крупнейших акционерных обществ с государственным участием за 2019 год составила более 10,4 трлн рублей [11]. В опубликованном рейтинге российских компаний (РБК 500), подготовленном по итогам 2020 года, отмечается, что в российской десятке крупнейших компаний только четыре частные [15]. Однако при росте количественных характеристик государственных корпоративных структур эксперты отмечают недостаточную эффективность управления компаниями с государственным участием [3], при этом отношение исследователей к влиянию государства как контролирующего акционера на результаты деятельности компании в целом весьма критично [1; 4; 16; 29].

В связи с этим предметом острых дискуссий становится комплекс антисанкционных мер, направленных на поддержку компаний с государственным участием. Так, по мнению известного предпринимателя О. Дерипаски, поддержка данных компаний неэффективна, она продуцирует возможности для превращения «госкапитализма» в «госпаразитизм» [14]. Очевидно, что для разработки обоснованных и эффективных мер экспертное сообщество нуждается в анализе российского опыта развития системы управления в компаниях с государственным участием, выделении предпосылок существующих проблем, влияющих на качество управления.

Настоящая работа призвана дополнить научное и экспертное обсуждение результатами эмпирического исследования качества корпоративного управления в 108 крупнейших российских компаниях, с выделением для

более углубленного анализа группы акционерных обществ, где государство владеет контрольным пакетом акций, что позволяет доминировать в управлении компанией. Период исследования включает 2010, 2011, 2014, 2017 годы, что дает возможность рассмотреть эволюцию института корпоративного управления от этапа его становления (2010, 2011 годы) и активного развития, ознаменованного принятием Кодекса корпоративного управления в 2014 году (далее — Кодекс) [10], до трансформации вследствие санкционного давления (2017 год). Данные более позднего периода, отражающие результаты корпоративного управления в исследуемых компаниях, на момент написания статьи отсутствуют. Однако, существующий массив информации позволяет выделить основные тенденции и системные проблемы в развитии института корпоративного управления, разработать методологические подходы к оценке его качества, которые можно использовать в дальнейших аналитических работах.

Наибольший интерес представляют следующие исследовательские вопросы: как эмпирически измерить качество корпоративного управления в компаниях? Как влияет концентрация акционерной собственности на качество корпоративного управления? Присутствие государства в роли контролирующего акционера является существенным фактором, оказывающим воздействие на качество корпоративного управления компаний?

В первой части исследования рассматриваются принципы и новизна используемого концептуального подхода к измерению качества корпоративного управления. Далее решается задача расчета частных индексов качества корпоративного управления, которые позволяют оценить взаимосвязь качества отдельных элементов сложившегося института корпоративного управления и результатов деятельности компаний. В третьей части статьи представлен сопоставительный анализ оценки качества корпоративного управления в компаниях, где контрольный пакет акций принадлежит частному собственнику или государству. В заключении содержится обсуждение полученных результатов, сформулированы выводы по итогам исследования.

Качество корпоративного управления: подходы к измерению и оценке

Несмотря на актуальность проблемы оценки качества корпоративного управления, в литературе сохраняются различные подходы к его измерению. В зарубежных и российских исследованиях широко

используется рейтинговый подход [5; 12; 21; 26; 30] и расчетные индексы, характеризующие качество отдельных элементов корпоративного управления в компаниях [2; 18; 31].

По нашему мнению, непрозрачность рейтингового подхода и ограниченность экспертных оценок преодолена при построении агрегатных характеристик качества отдельных элементов института корпоративного управления в совместном проекте Российского института директоров (РИД) и Института экономики РАН, посвященном исследованию влияния качества института корпоративного управления на показатели и индикаторы деятельности 30 ведущих российских компаний [7]. В основе исследовательского проекта лежит статистический анализ с применением метода главных компонентов комплекса показателей, используемого РИД для оценки качества корпоративного управления с позиций его соответствия нормам, правилам и стандартам Кодекса корпоративного управления [10].

Применение данного методологического подхода в рамках представленного исследования позволило решить задачу разработки соответствующих частных индексов качества корпоративного управления (ИКУ) для 108 крупнейших акционерных российских компаний.

Однако корпоративное управление не является обособленной системой, обладающей некой самостоятельной измеримой ценностью. В более широком понимании корпоративное управление можно рассматривать как набор институциональных механизмов, ограничивающих отклонения от поведения, обеспечивающего максимизацию рыночной стоимости и эффективности деятельности фирмы [8]. В связи с этим комплексный подход к оценке качества корпоративного управления должен отражать и влияние ключевых элементов института корпоративного управления на результаты экономической деятельности компании.

Итак, реализация комплексного подхода к оценке качества корпоративного управления в рамках нашего исследования предполагает проведение анализа взаимосвязи между измерителями качества отдельных элементов института корпоративного управления (ИКУ) и результатами экономической деятельности компаний. В качестве целевого показателя, характеризующего эффективность деятельности компаний, в нашем исследовании используется рыночный индикатор EBITDA. Этот показатель широко применяется в международной практике при анализе инвестиционной привлекательности компаний, оценке рыночной эф-

фактивности [22] и рыночной стоимости [24].

В качестве прокси-показателей, свидетельствующих о достаточной эффективности или, напротив, неэффективности предприятия, могут использоваться бухгалтерские показатели, в том числе стоимость чистых активов (СЧА), отражающая балансовую стоимость компании [20; 27].

Выбранные показатели согласуются с основной целью корпоративного управления, которая заключается в обеспечении эффективности деятельности и роста стоимости компании.

Методы и инструментарий исследования

В соответствии с логикой и задачами исследования для эмпирической оценки качества корпоративного управления в российских компаниях, где контрольный пакет акций принадлежит государству, были проведены:

- факторный анализ с применением метода главных компонентов для расчета *композиционных факторов — частных индексов качества корпоративного управления* (ИКУ), характеризующих ключевые элементы сложившегося института корпоративного управления;

- регрессионный анализ панельных данных (*англ.* Pooled model и Fixed effect model), который позволяет оценить зависимость показателей эффективности экономической деятельности компаний от ИКУ;

- регрессионный анализ с введением дамми-переменной для сопоставительной оценки качества корпоративного управления в компаниях, где контрольный пакет акций (более 50%) принадлежит частному инвестору или государству.

Основой для эмпирического измерения качества корпоративного управления служит база данных Российского института директоров (РИД) из 75 показателей, полученных в ходе мониторинга качества корпоративного управления 108 крупнейших российских компаний, проводимого (РИД) в 2010, 2011, 2014 и 2017 годах, и отражающих ключевые элементы института корпоративного управления в следующих разделах:

- обеспечение прав акционеров;
- деятельность органов управления и контроля;
- раскрытие информации;
- корпоративная социальная ответственность.

В свою очередь данные о показателях эффективности деятельности компаний, вошедших в исследовательскую выборку за указанный период, получены из публичных источников (комментарий 1).

Для решения задачи по измерению качества отдельных элементов института корпоративного управления авторами был применен метод главных компонентов (МГК), который является одним из видов факторного анализа. МГК сокращает размерность исходных данных с минимальной потерей информации, а также позволяет определить соотношение показателей в итоговом композитном факторе на основании латентных взаимосвязей, что дает возможность «количественно определить нечто, непосредственно не измеряемое, исходя из нескольких доступных измерению переменных» [13, с. 257]. Таким образом, в рамках представленной работы композитные факторы (ИКУ) характеризуют качество отдельных элементов института корпоративного управления.

Как уже отмечалось ранее, комплексный подход к оценке качества корпоративного управления предполагает оценку зависимости показателей эффективности результатов экономической деятельности от качества отдельных элементов института корпоративного управления, что реализуется с помощью регрессионного анализа взаимосвязей (англ. pool model и fixed effect model) между полученными с помощью МГК частными индексами качества и показателями эффективности деятельности компаний (EBITDA и СЧА).

Для проверки гипотезы о наличии зависимости качества корпоративного управления от концентрации акционерной собственности при проведении регрессионного анализа мы вводим дамми-переменные, что эквивалентно разделению выборки на группы по признаку концентрации и формы собственности, но при сохранении объема исходной исследовательской выборки, что позволяет не снижать точность регрессионной модели.

Частные индексы качества корпоративного управления

Частные индексы качества корпоративного управления (ИКУ) — композитные факторы, характеризующие качество элементов сложившегося института корпоративного управления, рассчитаны в соответствии с выделенными разделами базы данных РИД.

Первый раздел «Права акционеров» включает в себя 18 показателей. В результате применения МГК было выделено три композитных фактора с совокупной дисперсией 45,85%, экономическое содержание которых обуславливают 14 исходных показателей (таблица 1).

Таблица 1

Композитные факторы раздела «Права акционеров»

Нормативное закрепление прав акционеров, f1	
Наименование показателя	Удельный вес, %
Наличие положения об инсайдерской информации	19,91
Размещение на сайте материалов к общему собранию акционеров	17,37
Наличие положения об общем собрании акционеров	16,06
Регламентация требований к внешнему аудитору	15,93
Наличие Кодекса корпоративного управления	15,42
Наличие дивидендной политики	15,32
Фактические дивидендные выплаты, f2	
Наименование показателя	Удельный вес, %
Дивидендная история	29,55
Дивиденды по обыкновенным акциям	29,10
Закрепление минимальной доли чистой прибыли для выплаты дивидендов	21,21
Закрепление вида отчетности, на основании которой рассчитываются дивидендные выплаты	20,13
Снижение рисков нарушения прав акционеров, f3	
Наименование показателя	Удельный вес, %
Назначение внешнего аудитора	27,89
Ротация внешних аудиторов по РСБУ	27,37
Ротация внешних аудиторов по МСФО	22,73
Регулирование конкурсного отбора поставщиков товаров и услуг	22,00

Источник: здесь и далее рассчитано авторами

Примечание: здесь и далее веса показателей приведены в нормированном виде

В первом ИКУ «Нормативное закрепление прав акционеров», агрегированы показатели, характеризующие формальные аспекты соблюдения прав акционеров. Это показатели, отражающие регламентацию в корпоративных документах важнейших норм, обеспечивающих защиту прав акционеров.

Второй частный индекс корпоративного управления «Фактические дивидендные выплаты» содержит показатели, характеризующие практические аспекты соблюдения права акционеров на получение дохода от участия в акционерном капитале.

Третий ИКУ получил название «Снижение рисков нарушения прав

акционеров», поскольку наполняющие его показатели отражают наличие в компании комплекса практических мер для реализации норм, закрепленных в корпоративных документах для обеспечения снижения рисков нарушения прав акционеров, в том числе: проведение тендера при назначении внешнего аудитора; соблюдение принципа ротации внешних аудиторов; обеспечение принципов конкуренции при выборе поставщиков товаров и услуг.

Второй раздел «Деятельность органов управления и контроля» включает в себя 33 показателя, на основании которых было получено два композитных фактора с совокупной дисперсией 44,33%, при этом экономическое содержание определяют 14 показателей (таблица 2).

Таблица 2

Композитные факторы раздела «Деятельность органов управления и контроля»

Совет директоров, f4	
Наименование показателя	Удельный вес, %
Статус председателя комитета по аудиту	11,08
Состав комитета по аудиту	11,03
Наличие комитета по аудиту	10,99
Регламентация работы комитета по аудиту	10,81
Статус председателя комитета по кадрам и вознаграждениям	10,12
Регламентация работы комитета по кадрам и вознаграждениям	9,96
Состав комитета по кадрам и вознаграждениям	9,92
Наличие комитета по кадрам и вознаграждениям	9,90
Подчиненность руководителя службы внутреннего аудита менеджменту*	8,17
Наличие службы внутреннего аудита	8,02
Система контроля рисков, f5	
Наименование показателя	Удельный вес, %
Наличие нормативно-методологической базы риск-менеджмента	29,39
Наличие внутреннего подразделения управления рисками	25,84
Зависимость вознаграждения менеджмента от результатов деятельности компании	22,46
Наличие кадрового резерва для замещения ключевых должностных лиц	22,32

* Показатель может принимать следующие значения: 0 — если службы внутреннего аудита нет; 1 — если руководитель службы внутреннего аудита административно и функционально подчиняется генеральному директору; 2 — если функционально руководитель службы внутреннего аудита подчиняется совету директоров, а административно — генеральному.

В структуре ИКУ «Совет директоров» представлен комплекс показателей, характеризующих различные аспекты создания и функционирования ключевых комитетов совета директоров, независимости их председателей. Следует отметить, что соблюдается принцип «чем выше независимость, тем выше балл оценки». Кроме того, в данный композитный фактор вошли такие показатели как «подчиненность руководителя службы внутреннего аудита менеджменту» и «наличие службы внутреннего аудита». Несмотря на то, что служба внутреннего аудита не является структурным элементом совета директоров, ее деятельность тесно связана с деятельностью комитета по аудиту, так как данная служба фактически обеспечивает полноценную работу комитета. В этой связи функциональная независимость руководителя службы внутреннего аудита от менеджмента компании, прямая подотчетность совету директоров существенно повышает результативность проведения аудита компании.

Следующий частный индекс качества корпоративного управления «Система контроля рисков» содержательно отражает наличие в компании специализированного подразделения, занимающегося оценкой рисков, разработанной методологии и регламентации процедур, методов управления ими. В данный индекс вошли также показатели, характеризующие стратегические аспекты управления рисками, к которым относятся «зависимость вознаграждения менеджмента от результатов деятельности компании» и «наличие кадрового резерва для замещения ключевых должностных лиц». Очевидно, что внедрение системы мотивации менеджмента, зависящей от результатов деятельности компании, является важным фактором повышения эффективности управления. А наличие кадрового резерва для замещения ключевых должностных лиц позволяет нивелировать управленческие риски в случае ухода исполнительных директоров, топ-менеджеров компании.

Третий раздел базы данных РИД «Раскрытие информации» характеризует практику компаний по раскрытию финансовой и нефинансовой информации. Он включает 13 показателей, однако определяющими являются 8 показателей, полученных в ходе МГК двух композитных факторов с совокупной дисперсией 51,81% (таблица 3).

Таблица 3

Композитные факторы раздела «Раскрытие информации»

Доступность финансовой отчетности, f6	
Наименование показателя	Удельный вес, %
Раскрытие годовой отчетности по МСФО и аудиторского заключения	27,65
Раскрытие годовой отчетности по МСФО к годовому общему собранию акционеров	27,56
Раскрытие промежуточной отчетности по МСФО	27,08
Англоязычная версия сайта	17,71
Раскрытие корпоративных документов, f7	
Наименование показателя	Удельный вес, %
Раскрытие на сайте состава и решений органов управления общества	25,60
Информация о вознаграждении аудитора	25,12
Раскрытие информации о вознаграждении членов совета директоров	24,92
Раскрытие иной значимой информации (кодекса корпоративного управления, стратегии, структуры акционерного капитала)	24,36

В ИКУ «Доступность финансовой отчетности» вошли показатели, характеризующие полноту и достоверность финансовой отчетности по международным стандартам, своевременность их публикации до общего собрания акционеров. Раскрытие промежуточной отчетности по международным стандартам является признаком высокого уровня информационной открытости компании, заинтересованности в долгосрочных отношениях с инвесторами. Англоязычная версия сайта обеспечивает прозрачность и доступность информации для иностранных инвесторов.

В свою очередь ИК «Раскрытие корпоративных документов» отражает полноту раскрытия компанией основополагающих корпоративных документов, таких как стратегия развития, ключевые решения совета директоров и других органов управления, приверженность нормам корпоративного управления, сведения о системе вознаграждения органов контроля и управления.

Заключительный раздел базы данных РИД «Корпоративно-социальная ответственность» включает 9 показателей, на основании которых с помощью МГК было получено два композитных фактора (ИКУ) с совокупной дисперсией 61,97%, экономическое содержание

которых определяет семь основных показателей (таблица 4). Первый из ИКУ данного раздела характеризует закрепление во внутренних нормативных документах компании стратегических целей, принципов и механизмов формирования и реализации проектов корпоративно-социальной ответственности (далее — КСО), второй фактор отражает наличие фактически реализованных проектов КСО.

Таблица 4

Композитные факторы раздела
«Корпоративно-социальная ответственность»

Наличие политик КСО, f8	
Наименование показателя	Удельный вес, %
Наличие политики КСО в отношении местных сообществ	23,46
Наличие политики КСО в отношении благотворительной и спонсорской деятельности	22,72
Наличие политики КСО в отношении клиентов и контрагентов	20,02
Наличие политики КСО в отношении персонала	17,20
Подготовка социальной отчетности	16,59
Реализация проектов КСО, f9	
Наименование показателя	Удельный вес, %
Наличие реализованных проектов КСО для населения по месту деятельности Общества	50,28
Наличие реализованных проектов КСО для сотрудников Общества и/или членов их семей	49,72

Резюмируя результаты первого этапа эмпирического исследования, можно сделать вывод, что расчеты, выполненные на основании 75 исходных показателей, которые содержательно отражают четыре раздела базы данных РИД для 108 российских компаний в период их деятельности с 2011 по 2017 год, позволили авторам решить поставленную исследовательскую задачу по измерению качества корпоративного управления. В ходе факторного анализа, проведенного с помощью метода главных компонентов, получено девять композитных факторов — частных индексов качества корпоративного управления (ИКУ), характеризующих качество отдельных элементов сложившегося института корпоративного управления исследуемых компаний.

Результаты регрессионного анализа

Регрессионный анализ включает в себя следующие цели и этапы эконометрического моделирования:

- 1) проведение эконометрической оценки качества корпоративного управления по исследовательской выборке в целом;
- 2) оценку качества корпоративного управления с учетом фиксированных эффектов, обусловленных концентрацией и формой собственности, за счет введения двух дамми-переменных, разделяющих нашу выборку на 3 подвыборки:
 - компании с распыленной структурой собственности (нет собственника, владеющего контрольным пакетом акций) (89 наблюдений из 432 — 20,6%);
 - компании, где доминирующим акционером (контрольный пакет акций — более 50%) выступает частный инвестор (205 наблюдений — 47,5% исследовательской выборки);
 - компании с государством в роли доминирующего акционера (138 наблюдений из 432 — 31,9% исследовательской выборки).

Расчеты описательной статистики свидетельствуют об однородности выборки, результаты первичного анализа данных подтверждают нормальное распределение *частных индексов качества корпоративного управления (ИКУ)*. Регрессионный анализ был проведен с помощью «Объединенной модели панельных данных» (*англ. pool model*) и «Модели панельных данных с фиксированными эффектами» (*англ. fixed effect model*). Ограниченность данных, обусловленная исследовательской выборкой РИД и периодичностью проведения мониторинга практик корпоративного управления, не позволяет учесть индивидуальные эффекты для каждой компании, поэтому в рамках данного исследования была выбрана модель с учетом фактора времени (*англ. period fixed*). В результате проведенных расчетов получены сопоставимые результаты, позволяющие сделать вывод о низкой значимости фактора времени и допустимости объединения данных в панель. Модель протестирована на отсутствие мультиколлинеарности и автокорреляции остатков (протоколы тестов не приводятся).

Эконометрическая оценка качества корпоративного управления проведена с помощью регрессионного анализа влияния рассчитанных *частных индексов качества ИКУ* на показатели эффективности экономической деятельности компаний (*EBITDA* и *СЧА*). Соответствующие регрессионные модели будут иметь следующий вид:

$$EBITDA = c + \sum \beta_i f_i + \varepsilon \quad (1)$$

$$CЧА = c + \sum \rho_i f_i + \varepsilon \quad (2)$$

Для оценки влияния фактора концентрации собственности на качество корпоративного управления регрессионные модели с введением дамми-переменных будут иметь вид:

$$EBITDA = c + \alpha_1 d_{Gov} + \alpha_2 d_{Private} + \sum (\phi_i f_i + \gamma_i d_{Gov} + \mu_i d_{Private}) f_i + \varepsilon \quad (3)$$

$$CЧА = c + \alpha_3 d_{Gov} + \alpha_4 d_{Private} + \sum (\nu_i + \omega_i d_{Gov} + \sigma_i d_{Private}) f_i + \varepsilon, \quad (4)$$

где $i \in (1, 9)$, f_i — факторы корпоративного управления, полученные с помощью МГК (таблицы-4); $\beta_i, \rho_i, \phi_i, \nu_i$ — параметры линейных зависимостей, характеризующие вклад каждого фактора в величину показателей $EBITDA$ и $CЧА$; d_{Gov} — дамми-переменная, принимающая значение 1 в случае, если доминирующий собственник в компании — государство, 0 — в остальных случаях;

γ_i и ω_i — параметры линейной зависимости, характеризующие корректирующее влияние фактора концентрации собственности на вклад соответствующих ИКУ в показатели эффективности экономической деятельности компаний; $d_{Private}$ — дамми-переменная, принимающая значение 1 в случае, если доминирующий собственник в компании — частный инвестор, 0 — в остальных случаях; μ_i и σ_i — параметры линейной зависимости, характеризующие корректирующее влияние доминирующего частного инвестора на вклад ИКУ в соответствующие показатели; c — константа, α_1 и α_3 — параметры линейной зависимости, отражающей непосредственное влияние доминирования государства в структуре акционерного капитала на соответствующие результаты деятельности; α_2 и α_4 — параметры линейной зависимости, отражающие непосредственное влияние доминирования частного инвестора в структуре акционерного капитала на соответствующие показатели деятельности; ε — случайная величина (остаток).

Результаты регрессионного анализа в целом по выборке, и по выделенным группам, представлены в таблице 5.

Обобщение полученных результатов эконометрической оценки качества корпоративного управления показывает, что из 9 ИКУ, характеризующих качество отдельных элементов института корпоративного

управления, только 4 — «Фактические дивидендные выплаты» (f_2), «Доступность финансовой информации» (f_6), «КСО-политики» (f_8) и «КСО-проекты» (f_9), оказывают положительное влияние на показатели эффективности экономической деятельности *EBITDA* и *СЧА* на всей совокупной выборке. Однако в выделенных группах компаний выявленная зависимость меняется. Например, воздействие фактора «Фактические дивидендные выплаты» (f_2) на показатели эффективности становится менее статистически значимым (*EBITDA*) или рассеивается (*СЧА*). При этом сохранение положительного влияния на показатель *EBITDA* во всех группах компаний свидетельствует о важности *фактического дивидендного дохода* для любых акционеров, что находит отражение в рыночном индикаторе эффективности. Полученный результат подтверждается итогами ряда исследований [23; 32].

Значимость положительного влияния ИКУ «КСО-политики» (f_8) на показатели *EBITDA* и *СЧА* также меняется в выделенных группах компаний. Примечательно, что зависимость показателя *EBITDA* от данного фактора усиливается в компаниях с распыленной структурой стоимости и в компаниях с доминированием государственной акционерной собственности.

Менее значимое статистическое влияние на показатели эффективности как на всей выборке, так и для выделенных групп компаний оказывают ИКУ «Доступность финансовой информации» (f_6) и «КСО-проекты» (f_9). При этом положительное влияние данных факторов сохраняется на низком 10% уровне значимости только для показателя *СЧА* в группе компаний, где контрольный пакет акций принадлежит государству.

Итак, эконометрическое моделирование показало, что результаты, полученные в целом для 108 компаний, при проведении регрессионного анализа с учетом показателей, характеризующих выборку (концентрация, форма собственности), могут проявляться только в отдельных «подвыборках» — выделенных группах компаний. Так, достаточно неожиданным результатом является отсутствие значимого влияния большинства ИКУ на показатели эффективности экономической деятельности в компаниях с высокой концентрацией частной собственности и с распыленной структурой собственности (за исключением ИКУ «КСО-политики»). Более того, наблюдается отрицательная зависимость на 10% уровне значимости показателей эффективности от ИКУ «Раскрытие корпоративных документов».

Таблица 5

Результаты регрессионного анализа

РЕГРЕССОРЫ	Для всей выборки		Для подвыборки с распыленной структурой собственности		Для подвыборки с концентрированной частной собственностью		Для подвыборки с концентриацией гос. собственности	
	EBITDA	СЧА	EBITDA	СЧА	EBITDA	СЧА	EBITDA	СЧА
(Константа)	0	0	0,094	0,051	-0,271	-0,262	0,094	0,051
Нормативное закрепление прав акционеров (f1)	-	-0,147*	-	-	-	-	-	-
Фактические дивидендные выплаты (f2)	0,242***	0,154**	0,214*	-	0,214*	-	0,557*	-
Снижение рисков нарушения прав акционеров (f3)	-	-	-	-	-	-	-	-
Совет директоров (f4)	-0,177*	-0,169*	-	-	-	-	-0,541*	-0,511*
Система контроля рисков (f5)	-	-	-	-	-	-	-0,441*	-
Доступность финансовой информации (f6)	0,178*	0,245**	-	-	-	-	-	0,539*
Раскрытие корпоративных документов (f7)	-	0,150*	-0,360*	-0,483*	0,018*	0,005*	0,159*	0,293**

Продолжение таблицы 5

КСО-политики (f8)	0,288***	0,159**	0,374***	—	0,092*	—	0,374***	—
КСО-проекты (f9)	0,107*	0,133*	—	—	—	—	—	0,277*
R2	0,198	0,124	0,313	0,280	0,313	0,280	0,313	0,280
R2 скорректирован- ный	0,181	0,106	0,264	0,228	0,264	0,228	0,264	0,228
F-статистика	11,603	6,654	6,323	5,391	6,323	5,391	6,323	5,391
Вероятность (F-Statistic)	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

Примечание: полужирным шрифтом выделены статистически значимые параметры уравнения регрессии; ***значимость на уровне 1%; **значимость на 5% уровне; *значимость на 10% уровне; «-» - нет статистически значимого влияния.

Расчеты с использованием дамми-переменных позволили детализировать общие результаты выборки по отдельным группам компаний и решить основную исследовательскую задачу — *оценить влияние фактора доминирования государства как контролирующего акционера (более 50% пакета акций) на качество корпоративного управления в российских компаниях*. Сопоставляя полученные данные для группы компаний с доминированием государственной собственности и результаты общей выборки, следует выделить:

- во-первых, усиление *положительного влияния* ряда ИКУ на показатели эффективности деятельности, в том числе: «Раскрытие корпоративных документов» (f_7) на EBITDA и СЧА; влияние «КСО-политики» (f_8) на показатель EBITDA; ИКУ «КСО-проекты» (f_9) на показатель СЧА;
- во-вторых, *отрицательное воздействие* важнейшего элемента корпоративного управления «Совета директоров» (f_4) на показатели эффективности экономической деятельности компаний, отрицательное влияние ИКУ «Система контроля рисков» (f_5).

Выводы и рекомендации по результатам исследования

Проведенные расчеты на основе эконометрического моделирования подтверждают гипотезу о значительном влиянии государства как доминирующего собственника на качество корпоративного управления в российских компаниях. В то же время положительные и отрицательные аспекты такого влияния позволяют сделать вывод о том, что вопросы достижения качества управления в компаниях с контрольным пакетом акций, принадлежащим государству, остаются дискуссионными и открытыми для изучения.

Наиболее не соответствуют рациональным ожиданиям полученные оценки *отрицательного влияния ИКУ «Совет директоров» (f_4) и «Система контроля рисков» (f_5) на показатели эффективности экономической деятельности*, что характерно только для группы компаний с концентрацией государственной собственности. Данные факторы с точки зрения смыслового наполнения отражают работу органов управления и контроля компании. Ситуация, при которой органы управления и контроля не способствуют повышению результативности деятельности компании, свидетельствует о наличии определенных дисфункций в модели корпоративного управления. Анализ общих позиций сложившейся институциональной среды позволяет сформулировать ряд выводов,

объясняющих причину таких дисфункций.

Наличие государства в роли акционера, обладающего контрольным пакетом акций, дает возможность принимать решения по стратегическим вопросам в интересах и по директивам государства, что приводит к формальному характеру работы совета директоров и его комитетов. Такое предположение подтверждается рядом исследований, показывающих, что в российских компаниях с государственным участием совет директоров, как правило, работает в рамках рассмотрения предложений менеджмента компании, а практика директив для голосования по наиболее важным вопросам существенно размывает полномочия и ответственность совета директоров [9]. Очевидно, что формальный характер деятельности стратегического органа управления оказывает влияние на эффективность деятельности компании вследствие снижения обоснованности и гибкости принятия решений. Заметим, указанные дисфункции в работе совета директоров влияют и на организацию системы контроля рисков, что нашло отражение в отрицательном влиянии на рыночный показатель эффективности.

В свою очередь, возникающая несбалансированность стратегических целей и задач управления приводит к негативному влиянию на результаты деятельности компаний, так как государство как контролирующий акционер, при принятии решений может руководствоваться не интересами компании, а государственными приоритетами (снижение тарифов на энергоресурсы, обеспечение доступности услуг в малонаселенных регионах страны и другие), что приносит убытки компании [16].

В контексте полученных результатов уместно поставить вопрос о значимости влияния на качество корпоративного управления такого важного элемента как раскрытие информации. Проведенные расчеты свидетельствуют, что ИКУ, связанные с транспарентностью информации: «Доступность финансовой информации» (f_6) «Раскрытие корпоративных документов» (f_7) — оказывают *незначительное положительное влияние* на результаты деятельности только в компаниях с концентрированной акционерной собственностью. Более того, влияние ИКУ «Раскрытие корпоративных документов» в компаниях с распыленной структурой собственности *приобретает отрицательное значение*. По мнению авторов, отрицательное влияние данного фактора в компаниях с распыленной структурой собственности является следствием слабого развития российского фондового рынка, сложности и волатильности экономиче-

ской ситуации, что приводит к возникновению дополнительных рисков при полной прозрачности корпоративных документов. В свою очередь, наличие государства в роли контролирующего акционера является фактором большей «устойчивости» на российском рынке, что снижает возникающие риски при информационной открытости компании.

Важно отметить положительное влияние ИКУ «КСО-политики» (f_8) и «КСО-проекты» (f_9), отражающих политику социальной ответственности, на показатели эффективности деятельности компаний. В научной литературе экономическая целесообразность «социальной нагрузки» корпораций выступает предметом острых дискуссий [25; 28]. Однако в настоящее время требование о соблюдении стандартов ESG (англ. Environmental, Social and Corporate Governance), частью которого являются проекты КСО, становятся необходимым условием устойчивого развития. В России принятые на Западе нормы и требования в отношении ESG постепенно трансплантируют в институциональную среду. Это позволяет предположить, что максимальный положительный эффект от факторов КСО именно в компаниях с доминированием государства, связан как с введением обязательных формальных требований, так и с имеющейся практикой реализации социально важных проектов, активного сотрудничества с региональными органами власти.

Полученные неоднозначные результаты иллюстрируют наиболее острые проблемы и дисфункции сложившейся модели корпоративного управления в контексте ее воздействия на эффективность экономической деятельности компаний. Современная тенденция к росту активов, контролируемых российским государством, обуславливает необходимость дальнейших прикладных исследований по изучению влияния внутренних и внешних факторов на качество управления ими. В частности, важно установить ключевые факторы, определяющие деформацию элементов корпоративного управления. Реализация этой задачи представляется возможной, в том числе за счет использования предложенного комплексного подхода к измерению и оценке качества корпоративного управления для разработки комплекса мер по трансформации институциональной среды и системы государственного управления в новых экономических условиях.

Комментарии

1. Данные о стоимости чистых активов получены из финансовой

отчетности компаний по Российским стандартам бухгалтерской учета (РСБУ), для сбора информации о значении показателя EBITDA использовались корпоративные интернет-сайты компаний, финансовая отчетность компаний по международным стандартам финансовой отчетности (МСФО), данные аналитического агентства РБК, а также иные публично доступные информационные источники.

Литература

1. *Абрамов А. Е., Радыгин А. Д., Чернова М. И., Энтов Р. М.* Государственная собственность и характеристики эффективности. // Вопросы экономики. 2017. № 4. С. 5–37. DOI: <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2017-4-5-37>
2. *Бадыкова И. Р.* Исследование закономерностей развития корпоративной социальной ответственности в России на основе специализированного рейтинга // Известия Дальневосточного федерального университета. Экономика и управление. 2020. № 3(95). С. 150–159. DOI 10.24866/2311-2271/2020-3/150-159.
3. Бюллетень Счетной палаты Российской Федерации «Управление федеральным имуществом» № 5 (282) 2021. 160 с. URL: <https://ach.gov.ru/upload/iblock/e94/e94666d31ccff623b95757a1abd9d0a4.pdf> (дата обращения: 18 августа 2022 года).
4. *Долгопятова Т. Г.* Компании с государственным участием: подходы к развитию корпоративного управления // Менеджмент и бизнес-администрирование. 2012. № 2. С. 104–120.
5. *Древинг С. Р. Гусейнов Б. М.* Роль корпоративного управления в повышении капитализации российских компаний. // Менеджмент и бизнес-администрирование. 2018. № 1. С. 76–85.
6. *Иванов О. Б.* Роль, место и значение крупных компаний и корпораций в национальной и мировой экономике. ЭТАП: Экономическая Теория, Анализ, Практика. 2019. № 5. С. 7–17. DOI: 10.24411/2071-6435-2019-10109
7. Институт корпоративного управления и экономический рост / Под ред. И. И. Смотрицкой, Е. В. Никитчановой, И. В. Беликова, А. Я. Рубинштейна. Москва: Институт экономики РАН, 2021. 180 с.

8. *Капелюшников Р.* Крупнейшие и доминирующие собственники в российской промышленности. // Вопросы экономики. 2000. № 1. С. 99–119.
9. *Кириллина В. Н.* Обзор исследования «Оценка корпоративного управления в публичных акционерных обществах с участием российской федерации, акции которых обращаются на организованном рынке ценных бумаг» // Бизнес. Общество. Власть. 2018. № 2 (27). С. 7–62.
10. Кодекс корпоративного управления. / Письмо Банка России от 10 апреля 2014 года № 06–52/2463 «О Кодексе корпоративного управления» // Банк России. URL: <https://cbr.ru/publ/vestnik/ves140418040.pdf> (дата обращения: 18 августа 2022 года).
11. *Кудрин А.* Пора дать экономике повзрослеть. 7 сентября 2021 года. URL: <https://ach.gov.ru/news/pora-dat-ekonomike-povzroslet> (дата обращения: 3 августа 2022 года).
12. *Леванова Л. Н.* Качество корпоративного управления: теория и практика // Евразийское Научное Объединение. 2017. № 2 (24). Т. 2. С. 113–118.
13. *Наследов А.* IBM SPSS Statistics 20 и AMOS: профессиональный статистический анализ данных. Санкт-Петербург: Питер, 2013. 416 с.
14. Новая нормальность с Олегом Дерипаска. Эксперт. 15 апреля 2022 года. URL: <https://expert.ru/2022/04/15/novaya-normalnost-s-olegom-deripaskoy/> (дата обращения: 18 августа 2022 года).
15. Рейтинг крупнейших компаний России РБК 500: ключевые факты. 18 ноября 2021 года. URL: <https://www.rbc.ru/business/18/11/2021/6193fe2a9a794700cad2ab0b> (дата обращения: 18 августа 2022 года).
16. *Ружанская Л. С., Останин И. В., Тычинская Т. А., Щербинина А. А.* Может ли государственное участие в собственности и управлении повысить конкурентоспособность и эффективность компаний? // Современная конкуренция. 2009. № 2. Т. 14. С. 44–63.
17. *Смотрицкая И. И., Фролова Н. Д.* Качество корпоративного управления и рыночная капитализация российских компаний: эмпирический анализ // Управленец. 2021. № 4. Т. 12. С. 2–15. DOI: 10.29141/2218–5003–2021–12–4–1.

18. Ховаев С. Ю. Кожевников А. Д. Взаимосвязь уровня корпоративной социальной ответственности и результатов деятельности организации // Бизнес. Образование. Право. 2016. № 2(35). С. 165–169.
19. Яковлев А. А. Конкуренция моделей капитализма: проекция на Россию // Вопросы теоретической экономики. 2021. № 4. С. 41–49. DOI: 10.52342/2587–7666VTE_2021_4_41_49.
20. Bae Kee-Hong, Kim Jeong-Bon. The usefulness of earnings versus book value for predicting stock returns and cross corporate ownership in Japan // Japan and the world economy. 1998. No. 10 (4). Pp. 467–485.
21. Benvenuto M., Avram R. L., Avram A., Viola C. Assessing the Impact of Corporate Governance Index on Financial Performance in the Romanian and Italian Banking Systems // Sustainability. 2021. No. 13(10). DOI: <https://doi.org/10.3390/su13105535>
22. Cormier D., Demaria S. and Magnan M. Beyond earnings: do EBITDA reporting and governance matter for market participants? // Managerial Finance. 2017. No. 2. Vol. 43. Pp. 193–211. DOI: <https://doi.org/10.1108/MF-07–2016–0205>
23. Dang H. N., Nguyen T. T. C., Tran D. M. The Impact of Earnings Quality on Firm Value: The Case of Vietnam // The Journal of Asian Finance, Economics and Business. 2020. No. 3. Vol. 7. Pp. 63–72. DOI: <https://doi.org/10.13106/jafeb.2020.vol7.no3.63>
24. Oliveira J. F. da R., Viana Junior D. B. C., Ponte V. M. R. e Domingos S. R. M. “Indicadores de desempenho e valor de mercado: uma análise nas empresas listadas na bm&fbovespa”, revista ambiente contábil. Universidade Federal do Rio Grande do Norte. 2017. No. 2. Vol. 9. Pp. 240–258. DOI: 10.21680/2176–9036.2017v9n2 ID10787
25. Quéré B. P., Nouyryga G. & Baker C. R. A Bi-Directional Examination of the Relationship Between Corporate Social Responsibility Ratings and Company Financial Performance in the European Context // Journal of Business Ethics. 2018. No. 148. Pp. 527–544. DOI: doi.org/10.1007/s10551-015-2998-1
26. Rahman M. M., Khatun N. Quality of Corporate Governance: A Review from the Literature. // The Journal of Asian Finance, Economics and Business. 2017. No. 1. Vol. 4. Pp. 59–66. DOI:

- <https://doi.org/10.13106/JAFEB.2017.VOL4.NO1.59>
27. René-Ojas Woltering, Christian Weis, Felix Schindler, Steffen Sebastian. Capturing the value premium — global evidence from a fair value-based investment strategy // *Journal of Banking & Finance*. 2018. Vol. 86. Pp. 53–69. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2017.06.009>
 28. Sharma R., Aggarwal P. Impact of mandatory corporate social responsibility on corporate financial performance: the Indian experience // *Social Responsibility Journal*. Vol. 18. No. 4. Pp. 704–722. DOI: <https://doi.org/10.1108/SRJ-09-2020-0394>
 29. Tian L. H., Estrin S. Retained state shareholding in Chinese PLCs: Does government ownership always reduce corporate value? // *Journal of Comparative Economics*. 2008. No. 1. Vol. 36. Pp. 74–89. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jce.2007.10.003>
 30. Turrent G. D. C. B., & Ariza L. R. Corporate governance ratings on listed companies, An institutional perspective in Latin America // *European Journal of Management and Business Economics*. 2016. No. 2. Vol. 25. Pp. 63–75. DOI: [10.1016 / j.redeen.2016.01.001](https://doi.org/10.1016/j.jrede.2016.01.001)
 31. Waweru N. Factors influencing quality corporate governance in Sub Saharan Africa, an empirical study // *Corporate Governance*. 2014. No. 4. Vol. 14. Pp. 555–574. DOI: [10.1108/CG-02-2013-0024](https://doi.org/10.1108/CG-02-2013-0024)
 32. Zaroug O. M., Mawih K. A. A. The Effect of Intangible Assets, Financial Performance and Financial Policies on the Firm Value: Evidence from Omani Industrial Sector // *Contemporary Economics*. 2020. No. 3. Vol. 14. Pp. 379–391. DOI: [10.5709/ce.1897-9254.411](https://doi.org/10.5709/ce.1897-9254.411)

References

1. Abramov A., Radygin A., Chernova M., Entov R. State ownership and efficiency characteristics. *Voprosy Ekonomiki* [Economic issues], 2017, no. 4, pp. 5–37 (in Russian). DOI: <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2017-4-5-37>
2. Badykova I. Investigation of Corporate Social Responsibility Development Patterns in Russia Based on the Specialized Rating. *Izvestiya Dal'nevostochnogo federal'nogo universiteta. Ekonomika i upravlenie* [The bulletin of the Far Eastern Federal University.

- Economics and Management], 2020, no. 3(95), pp. 150–159 (in Russian). DOI: 10.24866/2311–2271/2020–3/150–159.
3. Bjulleten' Schetnoy palaty RF "Upravlenie federal'nym imushhestvom" [Bulletin of the Accounts Chamber of the Russian Federation "Management of Federal Property], 2021, no. 5 (282), 160 p. (in Russian). Available at: <https://ach.gov.ru/upload/iblock/e94/e94666d31ccff623b95757a1abd9d0a4.pdf> (accessed: 18 August, 2022) (in Russian).
 4. Dolgopyatova T. The companies with the state participation: approaches to development of corporate governance. *Izvestiya Dal'nevostochnogo federal'nogo universiteta. Ekonomika i upravlenie* [Management and Business Administration], 2012, no. 2, pp. 104–120 (in Russian).
 5. Dreving S.R., Guseynov B.M. The role of corporate governance in increasing market capitalization of russian companies. *Menedzhment i biznes-administrirovaniye* [Management and Business Administration], 2018, no. 1, pp. 76–85 (in Russian).
 6. Ivanov O.B. The Role, Place and Importance of Large Companies and Corporations in the National and Global Economy. *ETAP: Ekonomicheskaya Teoriya, Analiz, Praktika* [ETAP: Economic Theory, Analysis, Practice], 2019, no. 5, pp. 7–17 (in Russian). DOI: 10.24411/2071–6435–2019–10109
 7. Institution of Corporate Management and Economic Growth. Ed. by I. I. Smoritskaya, I. V. Nikitchanova, I. V. Belikov, A. Y. Rubinstein. Moscow: Institute of Economics of the Russian Academy of Sciences, 2021, 184 p. (Preprint) (in Russian).
 8. Kapeliushnikov R. The largest and dominant owners in Russian industry. *Voprosy Ekonomiki* [Economic issues], 2000, no. 1, pp. 99–119 (in Russian).
 9. Kirillina V. Search review "corporate governance evaluating of public joint-stock companies with participation of the Russian Federarion listed in established securities market. *Biznes. Obshchestvo. Vlast'* [Business. Society. Government], 2018, no. 2 (27), pp. 7–62 (in Russian).
 10. Corporate Governance Code. Letter of the Bank of Russia dated 10 April, 2014 No. 06–52/2463 "On the Corporate Governance Code". Bank of Russia (in Russian). Available at: <https://cbr.ru/publ/>

- vestnik/ves140418040.pdf (accessed: 18 August, 2022) (in Russian).
11. Kudrin A. It's time to let the economy grow up. 7 September, 2021. Available at: <https://ach.gov.ru/news/pora-dat-ekonomike-povzroslet> (accessed: 18 August, 2022) (in Russian).
 12. Levanova L. N. Quality of Corporate Governance: Theory and Practice. *Evraziyskoe Nauchnoe Ob"edinenie* [Eurasian Scientific Association], 2017, no. 2 (24), vol. 2, pp. 113–118 (in Russian).
 13. Nasledov A. IBM SPSS Statistics 20 i AMOS: professional'nyy statisticheskiy analiz dannyh [IBM SPSS Statistics 20 and AMOS: professional statistical data analysis], St. Petersburg: Piter, 2013, 416 p (in Russian).
 14. Novaya normal'nost' s Olegom Deripaska [A new normal with Oleg Deripaska]. *EXPERT*. 2022, 15 April (in Russian). Available at: <https://expert.ru/2022/04/15/novaya-normalnost-s-olegom-deripaskoy/> (accessed: 18 August, 2022) (in Russian).
 15. Reyting krupneyshih kompaniy Rossii RBK 500: klyuchevye fakty [Russia's largest companies RBC500: key facts]. *RBC*, 2021, 18 November. Available at: <https://www.rbc.ru/business/18/11/2021/6193fe2a9a794700cad2ab0b> (accessed: 18 August, 2022) (in Russian).
 16. Ruzhanskaya L., Ostanin I., Tychinskaya T., Shcherbinina A. Regional businesses and state-owned companies: can the state-owned companies contribute to the businesses' operational efficiency improvement if they have a share in their property and participate in managing the businesses? *Sovremennaya konkurenciya* [Journal of Modern Competition], 2009, no. 2, vol. 14, pp. 44–63 (in Russian).
 17. Smotritskaya I. I., Frolova N. D. The corporate governance quality and market capitalization of Russian companies: An empirical analysis. *Upravlenets* [The Manager], 2021, vol. 12, no. 4, pp. 2–15 (in Russian). DOI: 10.29141/2218–5003–2021–12–4–1.
 18. Khovaev S. Y., Kozhevnikov .D. Interaction of the corporate social responsibility level and the company performance. *Biznes. Obrazovanie. Pravo* [Business. Education. Law], 2016, no. 2(35), pp. 165–169 (in Russian).
 19. Yakovlev A. Variety of Capitalism Concept: Application to Russia. *Voprosy teoreticheskoy ekonomiki* [Theoretical Economics], 2021, no. 4, pp. 41–49 (in Russian). DOI: 10.52342/2587–7666VTE_2021_4_41_49

20. Bae Kee-Hong, Kim Jeong-Bon. The usefulness of earnings versus book value for predicting stock returns and cross corporate ownership in Japan. *Japan and the world economy*, 1998, no. 10 (4), pp. 467–485.
21. Benvenuto M., Avram R. L., Avram A., Viola C. Assessing the Impact of Corporate Governance Index on Financial Performance in the Romanian and Italian Banking Systems. *Sustainability*, 2021, no. 13(10). DOI: <https://doi.org/10.3390/su13105535>
22. Cormier D., Demaria S. and Magnan M. Beyond earnings: do EBITDA reporting and governance matter for market participants? *Managerial Finance*, 2017, no. 2, vol. 43, pp. 193–211. DOI: <https://doi.org/10.1108/MF-07-2016-0205>
23. Dang H. N., Nguyen T. T. C.; Tran D. M. The Impact of Earnings Quality on Firm Value: The Case of Vietnam. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 2020, no. 3, vol. 7, pp. 63–72. DOI: <https://doi.org/10.13106/jafeb.2020.vol7.no3.63>
24. Oliveira J. F. da R., Viana Junior D. B. C., Ponte V. M. R. e Domingos S. R. M. “Indicadores de desempenho e valor de mercado: uma análise nas empresas listadas na bm&fbovespa”, revista ambiente contábil. Universidade Federal do Rio Grande do Norte, 2017, no. 2, vol. 9, pp. 240–258. DOI: 10.21680/2176-9036.2017v9n2ID10787
25. Quéré B. P., Nouyriga G. & Baker C. R. A Bi-Directional Examination of the Relationship Between Corporate Social Responsibility Ratings and Company Financial Performance in the European Context. *Journal of Business Ethics*, 2018, no. 148, pp. 527–544. DOI: doi.org/10.1007/s10551-015-2998-1
26. Rahman M. M., Khatun N. Quality of Corporate Governance: A Review from the Literature. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 2017, no. 1, vol. 4, pp. 59–66. DOI: <https://doi.org/10.13106/JAFEB.2017.VOL4.NO1.59>
27. René-Ojas Woltering, Christian Weis, Felix Schindler, Steffen Sebastian. Capturing the value premium — global evidence from a fair value-based investment strategy. *Journal of Banking & Finance*, 2018, vol. 86, pp. 53–69. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2017.06.009>
28. Sharma R., Aggarwal P. Impact of mandatory corporate social

- responsibility on corporate financial performance: the Indian experience. *Social Responsibility Journal*, 2020, vol. 18, no. 4, pp. 704–722. DOI: <https://doi.org/10.1108/SRJ-09-2020-0394>
29. Tian L.H., Estrin S. Retained state shareholding in Chinese PLCs: Does government ownership always reduce corporate value? *Journal of Comparative Economics*, 2008, no. 1, vol. 36, pp. 74–89. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jce.2007.10.003>.
 30. Turrent G.D.C.B., & Ariza L.R. Corporate governance ratings on listed companies, An institutional perspective in Latin America. *European Journal of Management and Business Economics*, 2016, no. 2, vol. 25, pp. 63–75. DOI: 10.1016 / j.redeen.2016.01.001
 31. Waweru N. Factors influencing quality corporate governance in Sub Saharan Africa, an empirical study. *Corporate Governance*, 2014, no. 4, vol. 14, pp. 555–574. DOI:10.1108/CG-02-2013-0024
 32. Zaroug O.M., Mawih K.A.A. The Effect of Intangible Assets, Financial Performance and Financial Policies on the Firm Value: Evidence from Omani Industrial Sector. *Contemporary Economics*, 2020, no. 3, vol. 14, pp. 379–391. DOI: 10.5709/ce.1897-9254.411