

Ссылка для цитирования этой статьи:

Кашапов И.Н. Корпоративное управление и стоимость публичной компании: анализ отчетов российских эмитентов за 2005-2025 гг. // Human Progress. 2025. Том 11, Вып. 12. URL: http://progress-human.com/images/2025/Tom11_12/Kashapov.pdf DOI 10.46320/2073-4506-2025-12a-9.

УДК 334.722.8:336.76:330.43

КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ И СТОИМОСТЬ ПУБЛИЧНОЙ КОМПАНИИ: АНАЛИЗ ОТЧЕТОВ РОССИЙСКИХ ЭМИТЕНТОВ ЗА 2005-2025 ГГ.



Кашапов Ильмир Назипович

соискатель кафедры корпоративных финансов и корпоративного управления,
Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации,
г. Москва, Российская Федерация

Аннотация. В статье исследуется воздействие цифровизации на структуру акционерной собственности и связь качества корпоративного управления со стоимостью российских публичных компаний. На основе панельных данных за 2005-2025 гг. (8310 наблюдений) показано, что массовый приток розничных инвесторов не привел к распылению корпоративного контроля. Медианное число лиц с правом участия в общем собрании акционеров выросло в 2,6 раза, тогда как индекс Херфиндаля-Хиршмана увеличился на 77,5%, что свидетельствует о закреплении за миноритариями статуса квази-кредиторов. Причина – асимметричное снижение трансакционных издержек: издержки торговли сократились практически до нуля, тогда как издержки реализации прав контроля остались запретительно высокими. Регрессионный анализ (7664 наблюдения) на основе коэффициента Тобина выявил перевернутую U-образную связь между стоимостью компании и долей независимых директоров с оптимумом 40-43%; признаки аналогичной нелинейной связи между стоимостью и размером совета директоров с оптимумом около 11 членов; положительную связь стоимости с долей директоров, участвующих в комитетах, наличием комитета по корпоративному управлению и владением акциями членами совета. Значимой связи концентрации собственности и государственного участия со стоимостью не выявлено.

Ключевые слова: корпоративное управление, структура собственности, совет директоров, агентская теория, трансакционные издержки, концентрация собственности, независимые директора, розничные инвесторы, блокхолдеры, панельные данные.

JEL коды: G34, G32, C23.

Введение

Цифровизация российского финансового рынка обусловила массовый приток розничных инвесторов и качественно изменила структуру акционерного капитала публичных компаний. Снижение издержек – мобильные брокерские приложения, отмена комиссий, упрощенная идентификация – сократило барьеры входа до исторического минимума. Если допустить, что снижение барьеров входа ведет к дисперсии собственности, то следует ожидать постепенной конвергенции к аутсайдерской модели корпоративного управления англосаксонского типа. Однако теоретические аргументы указывают на альтернативный исход: если институциональная среда не обеспечивает эффективной защиты прав миноритариев, снижение издержек торговли акциями может сосуществовать с сохранением или даже усилением концентрации контроля. Вопрос о том, какой из двух сценариев реализуется на российском рынке, остается открытым – эмпирические исследования ограничены короткими временными горизонтами и узкими выборками.

Исследование продвигает решение данной проблемы по трем направлениям. Во-первых, на основе панельных данных российских публичных компаний за 2005-2025 гг. документируется динамика структуры собственности за период, ранее не охваченный в литературе. Во-вторых, предлагается теоретическое объяснение наблюдаемых тенденций через призму асимметрии трансакционных издержек: асимметричная цифровизация минимизировала издержки купли-продажи акций, но не затронула в той же степени издержки реализации прав контроля, что порождает рациональную апатию миноритариев и формирует особый статус розничного инвестора как квази-кредитора. В-третьих, из данной теоретической рамки выводятся гипотезы о роли внутренних факторов корпоративного управления в формировании стоимости компании, которые проверяются эконометрически.

Структура работы обусловлена логикой исследования. В разделе 1 формируется теоретический фундамент исследования и выдвигаются гипотезы. Раздел 2 содержит описание эмпирической базы, переменных и спецификации эконометрической модели. Разделы 3 и 4 посвящены изложению результатов расчетов и их интерпретации. В заключительной части обобщаются основные выводы и обозначаются векторы будущих исследований.

1. Теоретические основы и гипотезы

Типология корпоративного управления разграничивает инсайдерскую (концентрированную) и аутсайдерскую (распыленную) модели. Российский рынок исторически принадлежит к инсайдерской парадигме: слабая институциональная защита прав инвесторов обуславливает концентрацию контроля в руках государства или семей [12, с. 14]. Цифровая трансформация (мобильные брокеры, нулевые комиссии) сократила до минимума транзакционные издержки входа на рынок, обеспечив приток миллионов физических лиц.

Институциональная среда при этом не изменилась. Механизмы защиты миноритариев остаются слабыми, а макроэкономическая нестабильность – высокой. Высокая нестабильность среды увеличивает отдачу от жесткого мониторинга менеджмента собственниками и, как следствие, усиливает стимулы к концентрации контроля [4, с. 1159]. Результатом становится не переход к аутсайдерской модели англосаксонского типа, а формирование гибрида: количественное расширение миноритарной базы при консолидации корпоративной власти блокхолдерами.

Эмпирическая литература по корпоративному управлению на российском рынке развивалась преимущественно в двух направлениях: анализ характеристик совета директоров (размер, независимость, гендерный состав) и анализ структуры собственности (концентрация, государственное участие). Эти направления, как правило, исследовались изолированно – на коротких временных горизонтах, ограниченных выборках и без единого теоретического каркаса, связывающего институциональный контекст с факторами формирования стоимости компании. Два обстоятельства определяют нереализованный потенциал данной области. Во-первых, ключевой этап цифровизации розничного инвестирования (2018-2025 гг.), изменивший состав акционеров, остается за пределами большинства выборок в опубликованных исследованиях. Во-вторых, одновременный учет характеристик совета, структуры комитетов, показателей концентрации собственности и государственного участия в рамках единой спецификации на горизонте 20 лет для российского рынка ранее не предпринимался.

Согласно агентской теории, совокупные потери от разделения собственности и управления складываются из затрат принципала на мониторинг агента, расходов агента на предоставление гарантий добросовестного поведения и остаточных потерь стоимости [10, с. 308]. В корпорациях с распыленной собственностью участие каждого розничного акционера в контроле сопряжено с высокими издержками – проблема «безбилетника» [6, с. 309]. Выгоды от мониторинга распределяются пропорционально долям, тогда как издержки целиком ложатся на инициатора [4, с. 1156].

Цифровизация создала принципиальную асимметрию. Издержки купли-продажи акций снизились практически до нуля. Издержки реализации прав контроля – анализ отчетности, участие в собраниях, выдвижение кандидатов – остались высокими. Розничные инвесторы, располагая ограниченными ресурсами, склонны к ориентации на краткосрочные результаты и не способны эффективно контролировать менеджмент [13, с. 2]. Эмпирические данные подтверждают, что даже незначительное повышение издержек голосования снижает явку миноритариев на десятки процентных пунктов [2, с. 512], в результате чего голосует лишь малая часть розничных акционеров [2, с. 500-502].

Инвестиции розничных акционеров носят диффузный характер, что лишает их защитных механизмов, доступных кредиторам (залог, ковенанты) [16, с. 305-307]. Сталкиваясь с запретительными издержками контроля, розничный инвестор рационально выбирает пассивное удержание актива: предоставляет капитал в обмен на остаточный доход (дивиденды), функционально сближаясь с держателем облигаций [1, с. 789]. Формируется статус квази-кредитора – субъекта, поставляющего акционерный капитал, но отказывающегося от прав контроля вследствие рациональной апатии. Следствием асимметричного снижения трансакционных издержек торговли на фоне высоких издержек участия в управлении становится усугубление проблемы коллективного действия, что исключает розничных инвесторов из контура корпоративного контроля.

В гибридной структуре собственности, где контроль со стороны миноритарных акционеров нивелирован вследствие рациональной апатии, стоимость компании определяется эффективностью внутрикорпоративных механизмов управления. Основным механизмом снижения агентских издержек – совет директоров [6, с. 304]. Теоретически контроль за действиями менеджмента осуществляется через пять каналов: рынок корпоративного контроля, дисциплинирующее воздействие долга, конкуренция на товарных рынках, рынок управленческого труда и внутренний мониторинг через совет директоров. На российском рынке первые четыре канала действуют со значительными ограничениями. Враждебные поглощения крайне редки из-за высокой концентрации собственности у блокхолдеров. Давление со стороны миноритариев ослаблено: их голоса не способны повлиять на исход голосования, что порождает рациональную апатию – отказ от активного участия в управлении. Дисциплинирующая роль долга ослабляется систематической перекрестной аффилированностью кредиторов и заемщиков. Конкуренция на товарных рынках действует с многолетним лагом и малоэффективна в олигопольных секторах. Рынок управленческого труда может сдерживаться низкой сменяемостью топ-менеджмента и тесными связями между

собственниками и управленцами. При неэффективности внешних рыночных механизмов совет директоров становится основным каналом снижения агентских издержек.

Теория ресурсной зависимости рассматривает совет директоров как источник экспертизы, консультационного потенциала и внешних связей. Сложные диверсифицированные компании нуждаются в широком спектре компетенций, что обуславливает положительную связь размера совета со стоимостью компании [3, с. 330]. Вместе с тем чрезмерное расширение состава совета может увеличивать координационные издержки и снижать качество коллективного принятия решений. Сочетание этих двух эффектов позволяет сформулировать гипотезу H1: связь между размером совета директоров и стоимостью компании носит нелинейный, перевернутый U-образный характер.

Независимые директора выполняют функции мониторинга и арбитража в агентских конфликтах, ограничивая оппортунистическое поведение менеджмента [6, с. 314], [9, с. 103]. Их эффективность ограничена информационной асимметрией: независимые директора не обладают специфическими знаниями о компании [5, с. 195]. Напротив, доминирование инсайдеров обеспечивает доступ к релевантной информации, но ценой ослабления контроля [16, с. 317-318]. Необходимость баланса между качеством мониторинга и доступом к внутренней экспертизе означает, что чрезмерная доля независимых директоров снижает стоимость компании из-за информационных издержек [5, с. 196], [5, с. 199]. Данная логика позволяет сформулировать гипотезу H2: связь между долей независимых директоров и стоимостью компании имеет перевернутую U-образную форму.

Теория критической массы постулирует, что влияние меньшинства на групповую динамику проявляется лишь при достижении определенного порогового представительства. На российских данных положительный эффект гендерного разнообразия на финансовые результаты фиксируется только при наличии в совете не менее трех женщин [7, с. 4]. При концентрированной собственности единственная женщина в составе совета часто аффилирована с мажоритарием и не выполняет функцию независимого контроля [7, с. 17]. Приведенные аргументы позволяют сформулировать гипотезу H3: присутствие женщин в совете директоров связано со стоимостью компании нелинейно.

Теория высших эшелонов связывает демографические характеристики руководителей со стратегическими решениями и результатами деятельности организации [8, с. 193]. Молодые директора, как правило, склонны к рискованным стратегиям роста, тогда как директора старшего возраста тяготеют к консерватизму и неприятию риска [8, с. 198-199]. Данные теоретические предпосылки позволяют сформулировать гипотезу H4: доля молодых директоров положительно связана со стоимостью компании.

Гипотеза сближения интересов утверждает, что участие агента в акционерном капитале снижает стимулы к извлечению частных выгод контроля [1, с. 782], [10, с. 313]. Совмещение ролей управляющего и собственника замещает дорогостоящие механизмы внешнего контроля, обеспечивая синхронизацию целей директоров и акционеров [6, с. 306]. Данная аргументация позволяет сформулировать гипотезу Н5: средняя доля акций, принадлежащих директору, положительно связана со стоимостью компании.

В странах со слабой защитой прав инвесторов ключевой агентский конфликт смещается с линии «менеджер-акционер» на конфликт интересов мажоритарных и миноритарных акционеров (тип «принципал-принципал») [12, с. 15]. Контролирующие собственники ущемляют интересы миноритариев посредством вывода активов и трансфертного ценообразования [12, с. 4]. Вместе с тем структура собственности эндогенна и формируется рыночными механизмами в целях максимизации стоимости [4, с. 1174-1176]. Неоднозначность теоретических предсказаний позволяет сформулировать гипотезу Н6: концентрация собственности значимо связана со стоимостью компании.

Делегирование полномочий профильным комитетам с четко очерченным кругом функций позволяет совету директоров контролировать специализированные аспекты деятельности компании, включая разработку стратегии и финансово-инвестиционной политики [11, с. 278]. Анализ структуры комитетов дает более точное представление о ролях членов совета и качестве управления, нежели оценка состава совета в целом [11, с. 276]. Вовлечение директоров в работу инвестиционных и финансовых комитетов способствует использованию внутрифирменной информации при принятии стратегических решений, что, по эмпирическим данным, положительно связано с финансовыми результатами компании [11, с. 275], [11, с. 289]. Данные теоретические предпосылки позволяют сформулировать гипотезу Н7: количество профильных комитетов совета директоров и доля директоров, вовлеченных в их работу, положительно связаны со стоимостью компании.

2. Данные и методы

Эмпирическая база сформирована на основе данных по публичным российским компаниям за период 2005-2025 гг. Основным источником послужил портал раскрытия корпоративной информации «e-disclosure.ru», администрируемый «Интерфакс-ЦРКИ» – агентством, обеспечивающим обязательное раскрытие информации эмитентами ценных бумаг. Финансовые показатели получены из консолидированной отчетности компаний по МСФО, данные о рыночной капитализации – с сайта Московской биржи. Поскольку характеристики корпоративного управления, как правило, изменяются постепенно,

пропущенные значения соответствующих переменных восполнялись в рамках каждой компании методом переноса последнего наблюдения (LOCF/LOCB). Пропуски в финансовых показателях заполнялись линейной интерполяцией. Информационную базу исследования составили 8824 квартальных отчета эмитентов. Часть из них содержала неполный набор раскрываемых данных, что привело к сокращению выборки. Итоговая несбалансированная – вследствие листинга и делистинга компаний – панельная выборка для построения регрессионной модели охватывает 7664 наблюдения по 220 компаниям (в среднем 113 в год) с единицей наблюдения «компания-квартал» (без финансового сектора, составляющего 646 наблюдений). Квартальная частота обусловлена внутригодовой вариацией зависимой переменной, отражающей рыночную капитализацию.

Зависимая переменная – логарифм приближенного коэффициента Тобина (\ln_q), рассчитанный как натуральный логарифм отношения суммы рыночной капитализации и совокупных обязательств к совокупным активам [14]. Независимые переменные разделены на четыре блока: контрольные финансовые показатели, характеристики совета директоров, комитеты совета, структура собственности. Полное описание переменных представлено в таблице 1.

Таблица 1

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

Обозначение	Переменная	Определение	Источник
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, %	Отчеты эмитентов
hhi	Концентрация собственности	Индекс НИ по долям акционеров, приведенный к диапазону [0; 1]	Отчеты эмитентов
state_share	Государственное участие	Доля акций, принадлежащих государству, %	Отчеты эмитентов
d_golden	Золотая акция	Равно 1, если компания имеет золотую акцию, иначе 0	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

Концентрация акционерного капитала измеряется индексом Херфиндаля-Хиршмана. Индекс рассчитывается как сумма квадратов процентных долей акционеров, владеющих более 5% капитала согласно данным обязательного раскрытия. Возведение долей в квадрат [15] усиливает влияние крупных пакетов на итоговое значение, что делает этот индекс более чувствительным показателем концентрации по сравнению с CR1 или CR3.

Поскольку раскрытию подлежат только доли свыше 5%, рассчитаны два варианта индекса: HHI_{min} (нераскрытая доля распределена среди большого числа мелких акционеров и не учитывается при расчете) и HHI_{max} (нераскрытая доля распределена между акционерами, владеющими по 5%). В регрессионном анализе используется HHI_{max} , нормированный на 10000, что приводит индекс к диапазону от 0 до 1 и облегчает интерпретацию коэффициентов.

Описательная статистика переменных выборки представлена в таблице 2. Средняя доля независимых директоров (*indep*) составляет 12,6% при нулевой медиане, что отражает консервативный подход российских эмитентов к формированию советов директоров. Доля женщин (*female*) невелика – среднее значение 13,8% при медиане 11,1%. Медианное значение показателя *hhi* равно 0,358, что свидетельствует о высокой концентрации собственности.

Таблица 2

Описательная статистика переменных выборки

Переменная	Средн ее	Ст. о.	Мин.	Q1	Мед.	Q3	Макс.	Асим м.	Эксц.
<i>ln_assets</i>	24,366	2,029	19,472	22,802	24,368	25,590	31,055	0,352	0,015
<i>leverage</i>	0,613	0,402	0,000	0,356	0,575	0,793	5,166	3,340	26,403
<i>noncurrent</i>	0,585	0,251	0,000	0,393	0,658	0,791	0,999	-0,607	-0,787
<i>bsize</i>	8,900	2,257	5,000	7,000	9,000	11,000	15,000	0,516	-0,067
<i>bsize_sq</i>	84,298	43,302	25,000	49,000	81,000	121,000	225,000	1,130	1,348
<i>indep</i>	0,126	0,206	0,000	0,000	0,000	0,222	1,000	1,754	2,588
<i>indep_sq</i>	0,058	0,137	0,000	0,000	0,000	0,049	1,000	3,606	15,451
<i>female</i>	0,138	0,144	0,000	0,000	0,111	0,222	0,857	1,162	1,288
<i>age_over60</i>	0,132	0,177	0,000	0,000	0,091	0,200	1,000	1,873	3,962
<i>age_under45</i>	0,427	0,257	0,000	0,222	0,429	0,625	1,000	0,102	-0,900
<i>dir_ownership</i>	0,594	1,967	0,000	0,000	0,000	0,005	20,000	4,272	20,877
<i>hhi</i>	0,430	0,251	0,049	0,236	0,358	0,637	1,000	0,550	-0,808
<i>d_gov_comm</i>	0,051	0,220	0,000	0,000	0,000	0,000	1,000	4,088	14,715
<i>d_esg_comm</i>	0,044	0,205	0,000	0,000	0,000	0,000	1,000	4,442	17,733
<i>d_strat_comm</i>	0,254	0,435	0,000	0,000	0,000	1,000	1,000	1,129	-0,726
<i>d_invest_comm</i>	0,092	0,289	0,000	0,000	0,000	0,000	1,000	2,829	6,008
<i>d_budget_comm</i>	0,039	0,194	0,000	0,000	0,000	0,000	1,000	4,745	20,517
<i>state_share</i>	8,884	21,278	0,000	0,000	0,000	0,000	100,000	2,551	5,616
<i>d_golden</i>	0,040	0,195	0,000	0,000	0,000	0,000	1,000	4,709	20,183
<i>comm_particip</i>	0,256	0,313	0,000	0,000	0,111	0,444	1,000	0,958	-0,387

Переменная	Среднее	Ст. о.	Мин.	Q1	Мед.	Q3	Макс.	Асим м.	Эксп.
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: расчеты автора

Анализ матрицы парных корреляций (рисунок 1) не свидетельствует о чрезмерно тесных связях между переменными. Для количественной проверки рассчитан коэффициент инфляции дисперсии (VIF) для моделей 1-6. Значения VIF не превышают 3,7 для всех регрессоров, за исключением переменных bsize и indep и их квадратов, повышенные значения которых обусловлены структурной мультиколлинеарностью, неизбежной при включении нелинейных эффектов в модель, и не нарушают предпосылок регрессионного анализа.

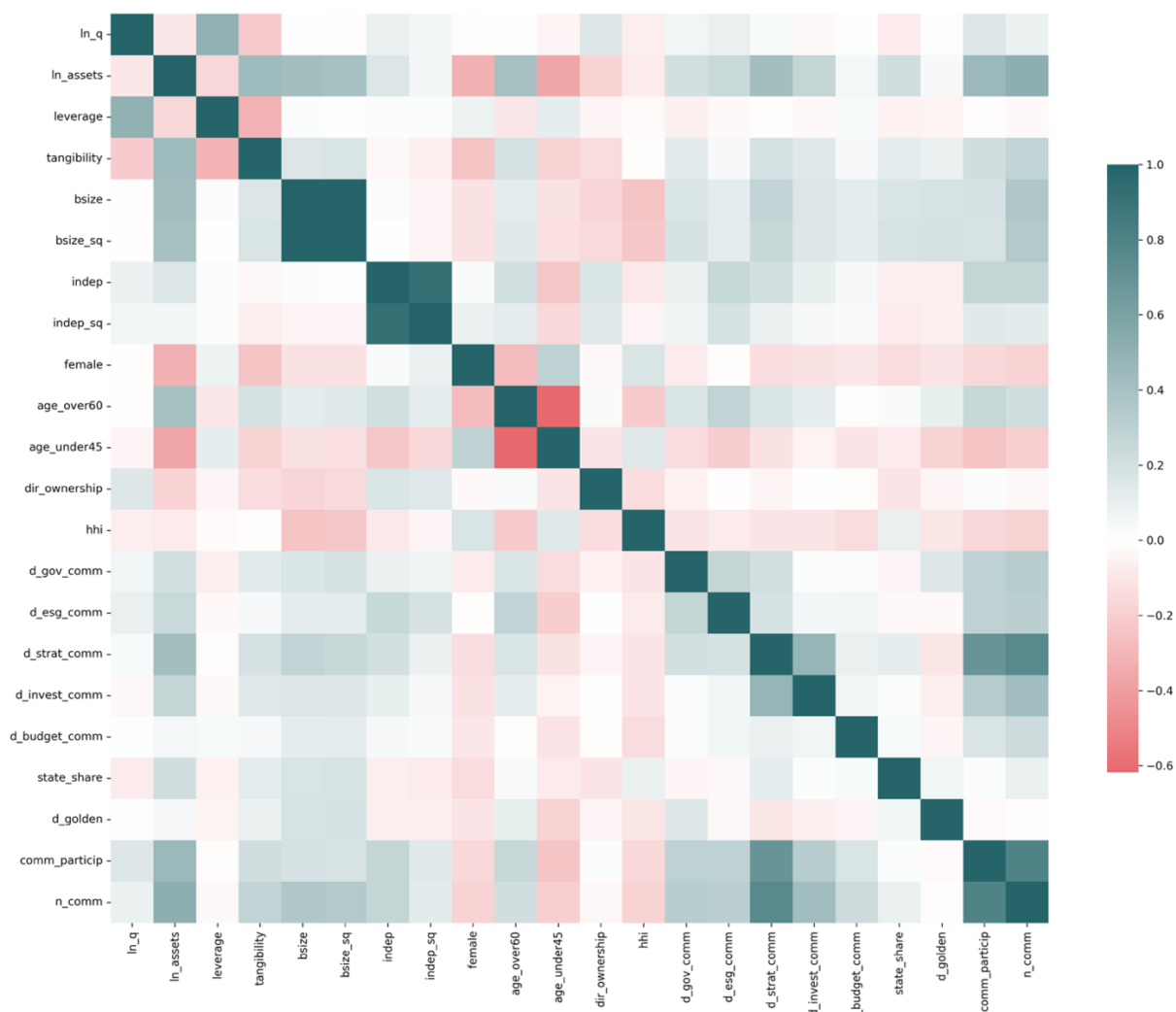


Рисунок 1. Тепловая карта парных коэффициентов корреляций Пирсона

Источник: составлено автором

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 МСОК¹) и года, что позволяет контролировать ненаблюдаемую неоднородность. Стандартные ошибки рассчитаны с кластеризацией по компании и году, что позволяет учесть гетероскедастичность и автокорреляцию остатков. Модель задается уравнением:

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

где $\ln Q_{it}$ – логарифм коэффициента Тобина компании i в квартале t ;

Board – вектор характеристик совета директоров;

Own – вектор показателей структуры собственности;

Comm – вектор характеристик комитетов совета;

X – вектор финансовых контрольных переменных;

$\alpha_{s(i)}$ – фиксированный эффект отрасли s , к которой принадлежит компания i ;

τ_t – фиксированный эффект года.

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).

3. Результаты

¹ Международная стандартная отраслевая классификация всех видов экономической деятельности. URL: https://unstats.un.org/unsd/classifications/Econ/Download/In%20Text/ISIC_Rev_4_publication_Russian.pdf (дата обращения: 04.11.2025).

На рисунке 2 прослеживается устойчивая тенденция к росту концентрации собственности. За исследуемый период медианный индекс Херфиндаля-Хиршмана (HHI_{max}) увеличился на 1831 пункт – с 2363 до 4194.

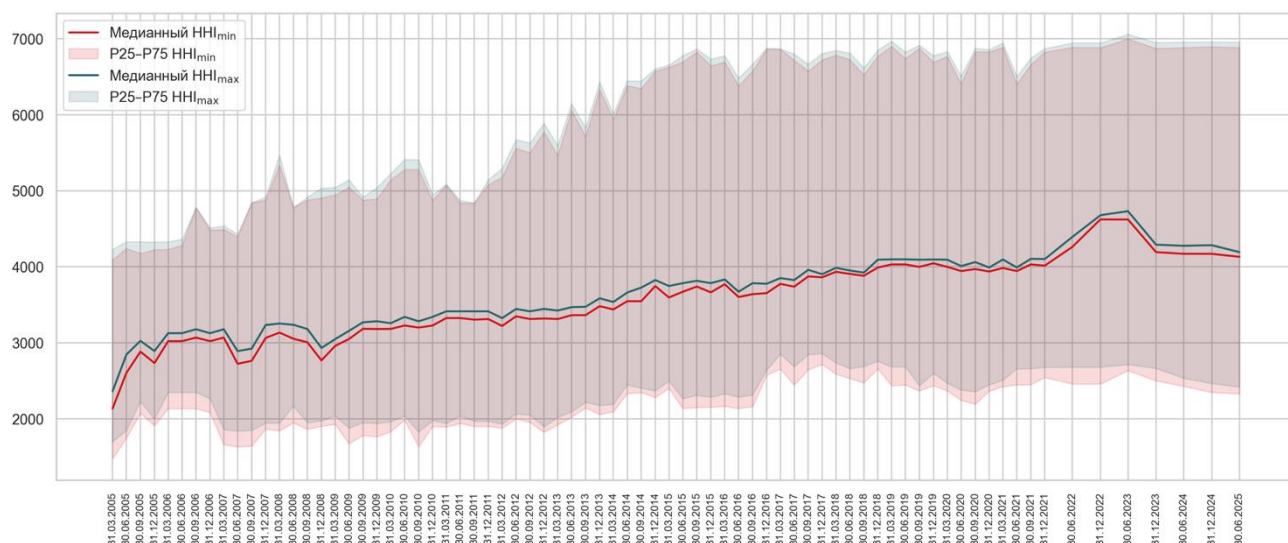


Рисунок 2. Динамика индекса Херфиндаля-Хиршмана за период 2005-2025 гг.

Источник: составлено автором

Вместе с тем на рисунке 3 виден рост числа розничных инвесторов: медианное число лиц с правом участия в общем собрании акционеров выросло в 2,6 раза. Одновременный рост числа миноритарных акционеров и усиление концентрации контроля указывают на формирование гибридной структуры собственности, при которой контроль сосредоточен у блокхолдеров, а миноритарные акционеры выполняют функцию поставщиков ликвидности, не участвуя в управлении. Это согласуется с изложенным в теоретическом разделе тезисом о рациональной апатии розничных инвесторов и неэффективности внешних механизмов корпоративного управления и определяет логику регрессионного анализа. В условиях, когда внешние каналы ограничены, совет директоров остается основным механизмом снижения агентских издержек. Следовательно, ключевыми факторами рыночной стоимости компании должны выступать характеристики совета и структура его комитетов. Показатели структуры собственности, отражающие формальное распределение прав при пассивности миноритариев, утрачивают объяснительную роль. Регрессионный анализ, представленный ниже, направлен на проверку данного предположения.

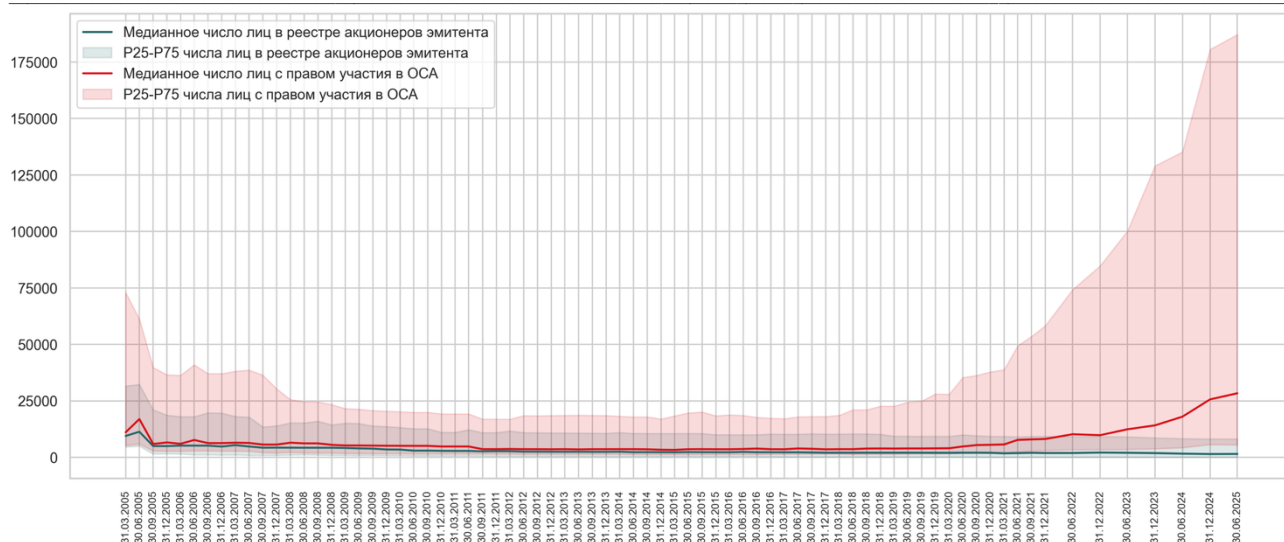


Рисунок 3: Динамика числа акционеров, номинальных держателей и участников общего собрания акционеров

Источник: составлено автором

Повышенные значения в начале исследуемого периода объясняются составом выборки: в 2005-2007 годах на бирже были представлены преимущественно крупные эмитенты с широкой акционерной базой. По мере выхода на рынок новых компаний показатели стабилизировались. Рост после 2018 года обусловлен цифровизацией брокерского обслуживания и массовым приходом розничных инвесторов на российский фондовый рынок.

Описанная структура собственности определяет условия, в которых действуют механизмы корпоративного управления. Для оценки их влияния на стоимость компании построена система регрессионных моделей с приближенным коэффициентом Тобина в качестве зависимой переменной. Результаты регрессионного анализа представлены в таблице 3.

Таблица 3

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)

Переменная	Модель 1	Модель 2	Модель 3	Модель 4	Модель 5	Модель 6
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
Количество наблюдений	7 664	7 664	7 664	7 664	7 664	7 664

Источник: расчеты автора.

Примечание: * $p < 0,1$; ** $p < 0,05$; *** $p < 0,01$.

Среди контрольных финансовых переменных наиболее устойчивой является долговая нагрузка (leverage): коэффициент колеблется в диапазоне 0,627-0,642 и значим на уровне 1% во всех спецификациях. Положительный знак частично обусловлен механической связью –

числитель приближенного коэффициента Тобина включает совокупные обязательства, коррелирующие с leverage. Размер активов компании (\ln_assets) в базовой модели незначим, однако в спецификациях 2-6 становится отрицательным и значимым (на уровне 5-10%), что согласуется с отрицательной зависимостью стоимости от размера компании. Доля внеоборотных активов (noncurrent) незначима во всех моделях.

В модели 2, дополненной характеристиками совета директоров, обнаруживается перевернутая U-образная связь между долей независимых директоров и стоимостью компании: коэффициенты при $indep$ и $indep_sq$ устойчиво значимы на уровне 1% (в модели 5 коэффициент $indep$ значим на уровне 5%). Экстремум параболы приходится на уровень 43%; в моделях 3-6 он колеблется в диапазоне 39-43%, подтверждая устойчивость оценки. Размер совета ($bsize$) становится значимым на уровне 10% в спецификациях 3-6, а квадратичный член $bsize_sq$ – в спецификациях 4-6, что указывает на возможный перевернутый U-образный эффект с экстремумом около 11 членов. Оба оптимума расположены в областях выборки с достаточным числом наблюдений. Доля независимых директоров превышает 40% у 11% выборки (872 наблюдения). Советы из 11 и более членов составляют 29% выборки (2229 наблюдений), что исключает экстраполяцию квадратичной спецификации за пределы имеющихся данных.

Доля женщин ($female$), доля молодых ($age_under45$) и возрастных директоров (age_over60) незначимы во всех спецификациях. Для проверки НЗ использовались три спецификации: линейная ($female$), квадратичная ($female$ и $female_sq$) и пороговая (бинарная переменная, равная единице при наличии трех и более женщин в совете). Ни одна из спецификаций не выявила статистически значимой связи, что объясняется недостаточной вариацией: медианная доля женщин составляет 11,1%, что на практике соответствует одному человеку в совете, тогда как теория критической массы предполагает порог в три человека. Выборка не содержит достаточного числа наблюдений выше этого порога для надежного выявления эффекта.

Среди переменных структуры собственности доля владения членов совета ($dir_ownership$) значима на уровне 10% в модели 3 (0,019*) и на уровне 5% в моделях 4-6. Индекс концентрации (hhi) и доля государства ($state_share$) незначимы во всех спецификациях.

Из переменных, характеризующих работу комитетов (модели 4-6), наиболее значимой является доля директоров, участвующих в комитетах ($comm_particip$): коэффициент 0,263 значим на уровне 1% в модели 5. Наличие комитета по корпоративному управлению (d_gov_comm) положительно и значимо на уровне 1% в модели 4 (0,192***) и на уровне 5% в

моделях 5-6. Число комитетов (n_comm) значимо ($0,032^{**}$, модель 6), хотя и с меньшим по величине коэффициентом.

При сравнении моделей 4 и 5 обнаруживается частичное опосредование: при добавлении $comm_particip$ коэффициент при $indep$ снижается с 0,656 до 0,533. Это указывает на то, что связь независимости со стоимостью может частично объясняться активным участием директоров в работе комитетов. Скорректированный R^2 возрастает с 0,379 (модель 1) до 0,436 (модель 5), что свидетельствует о содержательном вкладе переменных корпоративного управления в объяснение вариации стоимости.

Помимо последовательного наращивания спецификаций (модели 1-6), устойчивость оценок была дополнительно проверена двумя способами. Во-первых, все независимые переменные были взяты с лагом в один период ($t-1$). Совпадение знаков, порядка величин и уровней значимости с базовой спецификацией свидетельствует о том, что выявленные закономерности не являются артефактом одновременного измерения зависимой и независимых переменных. Во-вторых, переменные $bsize$ и $indep$ были центрированы относительно выборочных средних перед возведением в квадрат для устранения структурной мультиколлинеарности между линейными и квадратичными членами. Положение оптимумов и значимость нелинейных эффектов при этом не изменились, что подтверждает содержательную устойчивость представленных в таблице 3 оценок.

4. Обсуждение

Центральным результатом регрессионного анализа является перевернутая U-образная связь между долей независимых директоров и рыночной стоимостью компании (H2). Оптимум на уровне 40-43% согласуется с оптимизационным подходом к формированию совета [5, с. 199]. На левой ветви параболы дефицит независимых директоров ослабляет мониторинг и позволяет внутренним директорам извлекать ренту [9, с. 102-103], [9, с. 107]. Превышение оптимума сопровождается снижением стоимости: независимые директора не обладают специфическими знаниями о компании [5, с. 195]. Когда их доля в совете становится чрезмерной, совет утрачивает доступ к экспертизе внутренних директоров [16, с. 317-318]. В условиях гибридной структуры собственности, где такая информационная асимметрия особенно велика, роль внутренней экспертизы становится критически важной.

Гипотеза H7 подтверждается частично. Значимая положительная связь наличия комитета по корпоративному управлению со стоимостью (d_gov_comm) на фоне статистической незначимости комитетов по стратегии, инвестициям и бюджету может объясняться сигнальной функцией: наличие такого комитета воспринимается рынком как

сигнал о снижении агентских рисков. Прочие профильные комитеты не сопровождаются премией к стоимости, выполняя операционную функцию. Сравнение моделей 4 и 5 указывает на возможный канал влияния: при добавлении `comm_particip` коэффициент при `indep` снижается, что согласуется с гипотезой о частичном опосредовании – связь независимости директоров со стоимостью может объясняться работой в профильных комитетах, однако для окончательного вывода необходима формальная проверка косвенного эффекта (бутстреп-тест), выходящая за рамки настоящей работы.

Положительная связь между владением акциями членом совета и стоимостью (H5) согласуется с концепцией остаточного претендента [1, с. 782]: участие директоров в капитале компании способствует сближению их интересов с интересами акционеров [10, с. 313]. Умеренная статистическая значимость (5-10%) может объясняться крайне асимметричным распределением переменной `dir_ownership`: медиана равна нулю, а коэффициент асимметрии составляет 4,27.

Отсутствие значимости ряда переменных обусловлено институциональными особенностями, а не недостатками данных. Гипотеза о связи гендерного разнообразия (H3) со стоимостью не подтвердилась, что может объясняться эффектом критической массы. Средняя доля женщин в выборке составляет 13,8%, что функционально соответствует присутствию одного человека в совете. Эффект разнообразия проявляется при наличии минимум трех женщин [7, с. 4], а при концентрированной собственности единственная женщина-директор чаще аффилирована с мажоритарием [7, с. 17]. Незначимость возрастных характеристик (H4) может быть обусловлена высокой однородностью российских советов: при недостаточном разбросе значений статистически выявить эффект затруднительно.

Гипотеза H6 не нашла подтверждения, поскольку статистически значимой связи между концентрацией собственности и стоимостью компании не обнаружено. Тем не менее отсутствие значимой связи согласуется с теорией эндогенности: структура собственности складывается как результат адаптации к институциональным условиям, что нивелирует прямую линейную зависимость [4, с. 1174-1176]. Когда розничные инвесторы пассивны, распределение долей перестает быть фактором стоимости – рынок оценивает качество внутренних механизмов управления. Незначимость государственного участия (`state_share`) может объясняться отраслевыми фиксированными эффектами, поскольку государственные компании сконцентрированы в определенных секторах (нефтегазовый, энергетический).

Совокупность полученных результатов позволяет уточнить позицию российского рынка в дискуссии о конвергенции систем корпоративного управления. Гипотеза конвергенции предполагает, что глобализация рынков капитала и конкуренция за инвесторов

постепенно сближают национальные модели управления с англосаксонским эталоном. Альтернативная позиция – концепция «эффекта колеи» – утверждает, что институциональные комплементарности фиксируют национальные модели в устойчивых равновесиях, делая конвергенцию маловероятной. Российские данные не подтверждают ни одну из крайних позиций. Цифровизация действительно привнесла элемент аутсайдерской модели – массовое розничное участие в акционерном капитале, – однако этот элемент оказался лишенным содержательного влияния: миноритарии предоставляют капитал, но не осуществляют контроль. Инсайдерское ядро не только сохранилось, но и укрепилось, при этом значимыми факторами стоимости оказались исключительно внутренние механизмы управления (независимость совета, участие директоров в комитетах, владение акциями), а не структура собственности как таковая. Таким образом, наблюдаемый результат может представлять собой не переходное состояние на пути к конвергенции, а устойчивое институциональное равновесие, в котором внешнее финансирование и инсайдерский контроль выполняют взаимодополняющие функции.

Исследование имеет несколько ограничений. Во-первых, состав совета директоров эндогенен, поскольку результаты деятельности компании определяют позицию генерального директора в переговорах с действующим советом о кандидатурах новых директоров, что создает обратную причинность между стоимостью и составом совета [9, с. 96-97]. Несмотря на лагирование независимых переменных, МНК-оценки могут содержать смещение, а выявленные связи не допускают строгой причинно-следственной интерпретации. Во-вторых, приближенный коэффициент Тобина использует балансовую стоимость активов вместо восстановительной, что может исказить оценку. Числитель данного показателя включает совокупные обязательства, что создает механическую положительную корреляцию с финансовым рычагом и ограничивает интерпретацию коэффициента при этой переменной. В-третьих, панель подвержена систематической ошибке выжившего – компании, исключенные из листинга, выпадают из поздних периодов, что может приводить к завышению оценок за счет преобладания более успешных компаний. В-четвертых, индекс Херфиндаля-Хиршмана рассчитывается по данным раскрытия (доли свыше 5%), что ограничивает точность измерения реальной концентрации.

Заключение

Проведенное исследование, опирающееся на панельные данные российских публичных компаний за 2005-2025 гг. и синтез теории трансакционных издержек, агентского подхода и концепции прав собственности, позволяет сформулировать следующие выводы.

Цифровизация финансового рынка и корпоративного контроля сопровождается неравномерным снижением двух классов издержек. Цифровые брокерские платформы, снижение комиссий и упрощенная идентификация свели трансакционные издержки купли-продажи акций практически к нулю, тогда как издержки реализации прав контроля – анализ отчетности, участие в общих собраниях акционеров, выдвижение кандидатов в совет директоров – остались запретительно высокими для мелкого акционера. Данная асимметрия усиливает классическую проблему «безбилетника»: выгоды от мониторинга менеджмента распределяются пропорционально долям владения, однако издержки инициирования контроля целиком ложатся на инициатора. В результате розничный инвестор рационально выбирает пассивное удержание актива – предоставляет капитал в обмен на остаточный доход (дивиденды), не участвуя в корпоративном контроле. Тем самым он функционально сближается с держателем долговых инструментов и становится квази-кредитором, лишенным при этом защитных механизмов, доступных кредиторам. Сохраняющаяся асимметрия между издержками выхода из актива и реализации прав контроля закрепляет миноритариев в роли квази-кредиторов.

Теоретически обосновано и эмпирически подтверждено, что стимулированный цифровизацией массовый приток розничных инвесторов на российский фондовый рынок ведет не к сближению системы корпоративного управления с аутсайдерской моделью англосаксонского типа, а к формированию гибридной структуры собственности. Ее ключевая характеристика – одновременный количественный рост миноритарной базы и усиление концентрации контроля в руках доминирующих блокхолдеров. Данные российских публичных компаний свидетельствуют об устойчивом разрыве между формальным распылением собственности и реальным распределением корпоративной власти: за исследуемый период медианное число лиц с правом участия в общем собрании акционеров выросло в 2,6 раза, тогда как медианный индекс Херфиндаля-Хиршмана, отражающий степень концентрации собственности, увеличился на 1831 пункт (на 77,5%). Это свидетельствует о том, что внешнее финансирование сосуществует с инсайдерским контролем: розничные инвесторы обеспечивают ликвидность рынка, однако рациональная апатия исключает их из механизмов принятия корпоративных решений, а мажоритарии наращивают контрольные позиции. Выявленная закономерность ставит под сомнение распространенное представление о том, что снижение барьеров входа на фондовый рынок автоматически ведет к дисперсии корпоративного контроля, и указывает на необходимость учета институциональных условий – прежде всего качества защиты прав миноритариев и уровня макроэкономической нестабильности.

Разработана модель влияния качества корпоративного управления на рыночную стоимость компании, включающая характеристики совета директоров, комитетов и структуры собственности. На основе эконометрического анализа выявлены устойчивые связи между параметрами корпоративного управления и коэффициентом Тобина. Установлена перевернутая U-образная связь независимости совета директоров со стоимостью компании с оптимумом в диапазоне 40-43%, за пределами которого избыточное присутствие независимых директоров ведет к снижению стоимости, предположительно вследствие потери внутренней экспертизы. Положительная связь со стоимостью обнаружена также для вовлеченности директоров в работу профильных комитетов, наличия комитета по корпоративному управлению и владения акциями членами совета, способствующего сближению интересов директоров и акционеров. Для размера совета выявлена аналогичная нелинейная зависимость с экстремумом около 11 членов, за которым координационные издержки могут нивелировать выгоды от расширения компетенций. Ни концентрация собственности, ни доля государственного участия значимой связи со стоимостью не обнаруживают, что согласуется с теорией эндогенности структуры собственности и указывает на то, что при неэффективном внешнем контроле со стороны миноритариев рыночная стоимость компании определяется не распределением долей, а качеством внутренних механизмов корпоративного управления.

Полученные результаты имеют практическую значимость для регулятора и эмитентов. Выявленный эмпирический оптимум доли независимых директоров превышает рекомендуемый Кодексом корпоративного управления минимум в одну треть состава совета, что может быть учтено при подготовке его новой редакции. Для компаний повышение рыночной стоимости связано не с формальным увеличением числа независимых директоров, а с созданием функционирующих комитетов и выстраиванием баланса между контрольной функцией независимых директоров и информационной функцией внутренних.

Перспективным направлением дальнейших исследований является решение проблемы эндогенности через поиск экзогенных шоков, в том числе связанных с предстоящими изменениями в Кодексе корпоративного управления Банка России. Отдельный интерес представляет изучение поведения розничных инвесторов на платформах электронного голосования для оценки того, способно ли упрощение процедуры голосования через цифровые платформы повысить активность миноритарных акционеров. Кроме того, модель может быть расширена за счет учета характеристик исполнительных органов управления.

Список литературы

1. Алчиан А.А., Демсетц Х. Производство, информационные издержки и экономическая организация // Американский экономический обзор. 1972. Том 62, № 5. С. 777-795.
2. Брав А., Кейн М., Зитник Дж. Участие розничных акционеров в процессе голосования по доверенности: мониторинг, взаимодействие и голосование // Журнал финансовой экономики. 2022. Том 144, № 2. С. 492-522.
3. Коулз Дж.Л., Дэниел Н.Д., Навин Л. Советы директоров: подходит ли один размер всем? // Журнал финансовой экономики. 2008. Том 87, № 2. С. 329-356.
4. Демсетц Х., Лен К. Структура корпоративной собственности: причины и последствия // Журнал политической экономики. 1985. Том. 93, № 6. С. 1155-1177.
5. Дучин Р., Мацусака Дж.Г., Озбас О. Когда внешние директора эффективны? // Журнал финансовой экономики. 2010. Т. 96, № 2. С. 195-214.
6. Фама Э.Ф., Йенсен М.К. Разделение собственности и контроля // Журнал права и экономики. 1983. Т. 26, № 2. С. 301-325.
7. Гаранина Т., Муравьев А. Гендерный состав советов директоров компаний и показатели деятельности фирмы: данные из России // Обзор развивающихся рынков. 2021. Т. 48. С. 100772.
8. Хамбрик Д.К., Мейсон П.А. Высшие эшелоны: организация как отражение ее топ-менеджеров // Обзор Академии менеджмента. 1984. Том 9, № 2. С. 193–206.
9. Хермалин Б.Е., Вайсбах М.С. Эндогенно выбранные советы директоров и их контроль за генеральным директором // Американский экономический обзор. 1998. Том 88, № 1. С. 96–118.
10. Йенсен М.К., Меклинг В.Х. Теория фирмы: управленческое поведение, агентские издержки и структура собственности // Журнал финансовой экономики. 1976. Том 3, № 4. С. 305–360.
11. Кляйн А. Эффективность фирмы и структура комитетов совета директоров // Журнал права и экономики. 1998. Том 41, № 1. С. 275–304.
12. Ла Порта Р., Лопес де Силанес Ф., Шлейфер А., Вишни Р. Защита инвесторов и корпоративное управление // Журнал финансовой экономики. 2000. Том 58, № 1-2. С. 3-27.
13. Ли В., Мао Ч., Рен С., Лян Дж. Внимание розничных инвесторов: хранитель корпоративной ESG-целостности или катализатор «зеленого отмывания»? // Экономика энергетики. 2025. Том 144. С. 108-361.
14. Перфект С.Б., Уайлс К.В. Альтернативные конструкции q Тобина: эмпирическое сравнение // Журнал эмпирических финансов. 1994. Том 1, № 3-4. С. 313-341.

15. Роудс С.А. Индекс Херфиндаля-Хиршмана // Бюллетень Федеральной резервной системы. 1993. Том 79, № 3. С. 188-189.

16. Уильямсон О.Э. Экономические институты капитализма: фирмы, рынки, договорные отношения. Нью-Йорк: The Free Press, 1985. 450 с.

CORPORATE GOVERNANCE AND FIRM VALUE: EVIDENCE FROM RUSSIAN PUBLIC COMPANY FILINGS, 2005-2025

Kashapov Ilmir Nazipovich

Department of Corporate Finance and Corporate Governance,
Financial University under the Government of the Russian Federation
Moscow, Russian Federation

Abstract. This paper examines the impact of digitalization on ownership structure and the relationship between corporate governance quality and firm value in Russian public companies. Using panel data for 2005-2025 (8,310 observations), this paper shows that the massive influx of retail investors has not led to a dispersion of corporate control. The median number of persons entitled to participate in general shareholder meetings increased 2.6-fold, while the Herfindahl-Hirschman Index rose by 77.5%, indicating that minority shareholders have effectively assumed the status of quasi-creditors. The underlying mechanism is an asymmetric reduction in transaction costs: trading costs fell to near zero, whereas the costs of exercising control rights remained prohibitively high. Regression analysis based on Tobin's q (7,664 observations) reveals an inverted U-shaped association between firm value and the proportion of independent directors, with an optimum at 40-43%. The results also indicate a similar nonlinear association between firm value and board size, with an optimum of approximately 11 members. The analysis also reveals a positive association between firm value and director participation in board committees, the presence of a corporate governance committee, and equity ownership by board members. No statistically significant association is found between firm value and either ownership concentration or state ownership.

Key words: corporate governance, ownership structure, board of directors, agency theory, transaction costs, ownership concentration, independent directors, retail investors, blockholders, panel data.

JEL Codes: G34, G32, C23.

References

1. Alchian A.A., Demsetz H. Production, information costs, and economic organization // *The American Economic Review*. 1972. Vol. 62, № 5. P. 777-795.
2. Brav A., Cain M., Zytneck J. Retail shareholder participation in the proxy process: monitoring, engagement, and voting // *Journal of Financial Economics*. 2022. Vol. 144, № 2. P. 492-522.
3. Coles J.L., Daniel N.D., Naveen L. Boards: does one size fit all? // *Journal of Financial Economics*. 2008. Vol. 87, № 2. P. 329-356.
4. Demsetz H., Lehn K. The structure of corporate ownership: causes and consequences // *Journal of Political Economy*. 1985. Vol. 93, № 6. P. 1155-1177.
5. Duchin R., Matsusaka J.G., Ozbas O. When are outside directors effective? // *Journal of Financial Economics*. 2010. Vol. 96, № 2. P. 195-214.
6. Fama E.F., Jensen M.C. Separation of ownership and control // *The Journal of Law and Economics*. 1983. Vol. 26, № 2. P. 301-325.

7. Garanina T., Muravyev A. The gender composition of corporate boards and firm performance: evidence from Russia // *Emerging Markets Review*. 2021. Vol. 48. P. 100772.
8. Hambrick D.C., Mason P.A. Upper echelons: the organization as a reflection of its top managers // *The Academy of Management Review*. 1984. Vol. 9, № 2. P. 193-206.
9. Hermalin B.E., Weisbach M.S. Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO // *The American Economic Review*. 1998. Vol. 88, № 1. P. 96-118.
10. Jensen M.C., Meckling W.H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure // *Journal of Financial Economics*. 1976. Vol. 3, № 4. P. 305-360.
11. Klein A. Firm performance and board committee structure // *The Journal of Law and Economics*. 1998. Vol. 41, № 1. P. 275-304.
12. La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. Investor protection and corporate governance // *Journal of Financial Economics*. 2000. Vol. 58, № 1-2. P. 3-27.
13. Li W., Mao Z., Ren X., Liang J. Retail investor attention: guardian of corporate ESG integrity or catalyst for greenwashing? // *Energy Economics*. 2025. Vol. 144. P. 108361.
14. Perfect S.B., Wiles K.W. Alternative constructions of Tobin's q: an empirical comparison // *Journal of Empirical Finance*. 1994. Vol. 1, № 3-4. P. 313-341.
15. Rhoades S.A. The Herfindahl-Hirschman index // *Federal Reserve Bulletin*. 1993. Vol. 79, № 3. P. 188-189.
16. Williamson O.E. *The economic institutions of capitalism: firms, markets, relational contracting*. New York: The Free Press, 1985. 450 p.