**Качество корпоративного управления как фактор выбора структуры источников финансирования инвестиций**

Т. А. Тычинская

**Постановка проблемы и обзор экономических исследований**

Традиционно качество корпоративного управления рассматривается как фактор роста стоимости компании, ее капитализации [2, 3, 14, 17, 19–22, 28] или ее эффективности, измеренной через производительность труда, величину прибыли, величину оборота, расходы на капитал и др. [6, 8, 10, 13, 18, 24, 25, 28, 29]. Однако помимо этого качество корпоративного управления оказывает влияние и на другие параметры деятельности компании, в частности на структуру источников финансирования. С теоретической точки зрения эффективная система корпоративных отношений снижает стоимость внешних финансовых ресурсов, которая является ключевым фактором выбора источника финансирования, позволяя тем самым привлекать более долгосрочные ресурсы или значительно увеличивать объемы привлечения: на самом низком уровне корпоративного управления предприятию доступны только собственные средства, но по мере роста качества корпоративного управления компании становятся доступны кредиты, затем векселя, облигационные займы и наконец эмиссия акций. Переход на иные источники финансирования в свою очередь неизбежно сказывается на структуре капитала компании в целом: соотношение собственного и заемного капитала вначале сокращается в результате наращивания последнего, а затем начинает расти по мере привлечения акционерного капитала. Причина описываемых процессов заключается в том, что надлежащее корпоративное управление снижает риск инвестирования в компанию, а вознаграждение, требуемое инвестором, прямо пропорционально риску инвестирования.

Однако приносит ли корпоративное управление зримые результаты на практике? Ответ на этот вопрос на сегодняшний день чрезвычайно актуален для российских компаний по ряду причин. Во-первых, по результатам исследований [4–7, 23, 24], в России инвестиции финансируются в основном из собственных средств. На втором месте находится долговое финансирование (банковские кредиты, авансовые платежи). Одновременно весомым источником финансирования являются средства других предприятий, средства вышестоящих организаций. Косвенно это свидетельствует о том, что предприятия финансируются не только из собственной прибыли и амортизации, но также и из средств той бизнес-группы, в которую они входят. И на третьем месте — эмиссия ценных бумаг и иностранные инвестиции. Иногда государство, в основном в лице региональных или местных органов власти, также прямо или косвенно участвует в инвестиционной деятельности нескольких крупных по меркам региона предприятий, способствуя их доступу к льготным кредитам [6]. Однако такая структура капитала является вынужденной, а не следствием экономической рациональности [23]. Тем более что объем собственных средств предприятий не слишком высок. Поэтому перспектива развития за свой счет представляется весьма проблематичной. А кредит, особенно «длинный», остается недоступным для значительной доли предприятий реального сектора, т. е. долгосрочная стратегия развития на этом ресурсе также практически невозможна. В связи с этим эмпирическое подтверждение взаимосвязи качества корпоративного управления и возможности привлечения инвестиций даст предприятиям в руки инструмент привлечения капитала.

Во-вторых, стоимость построения системы эффективного корпоративного управления высока. Ее организация влечет за собой определенные издержки, в том числе затраты на привлечение специалистов корпоративных секретарей и других профессионалов, необходимых для обеспечения работы в данной сфере, а также косвенные затраты, связанные с раскрытием дополнительной информации. Кроме того, менеджеры и члены совета директоров должны будут посвятить решению возникающих проблем много времени, особенно на начальном этапе [11]. И вложение средств в инструмент, не дающий ожидаемого результата, даст обратный эффект, величина которого будет значительной, так как основной причиной вложения средств в развитие системы корпоративного управления в России является именно надежда руководителей предприятий привлечь финансовые ресурсы (54 % опрошенных Международной финансовой корпорацией [16]).

К сожалению, на сегодняшний день наличие взаимосвязи между качеством корпоративного управления и структурой источников финансирования в России практически не подтверждено эмпирически. Одним из единичных подтверждений корреляции между этими параметрами является исследование С. Гуриева и других соавторов [5, 6], по результатам которого корпоративное управление положительно влияет на инвестиции в тех компаниях, где доля мелких акционеров достаточно высока, в других случаях корреляции инвестиций и корпоративного управления отсутствует. В работе И. В. Ивашковской и А. Куприянова [9], посвященной анализу факторов структуры капитала, качество корпоративного управления рассматривается как один из этих факторов. Опросы инвесторов также показывают, что степень соблюдения корпорациями базовых принципов качественного корпоративного управления является для них важным фактором, особенно в связи с интернализацией инвестиций, а для некоторых инвесторов и приоритетным по сравнению с фундаментальными (выручка, рентабельность и др.) [12, 15, 26, 27]. Они готовы платить достаточно высокие премии за лучшее качество корпоративного управления в российских компаниях (38 %, по оценкам McKinsey [27]). Однако это по большей части намерения инвесторов, исследований реальной практики применительно к российскому рынку пока не проводилось.

Представленное здесь исследование является попыткой подтвердить или опровергнуть гипотезу о том, что качество корпоративного управления российских компаний оказывает значимое влияние на структуру источников финансирования и соответственно на структуру капитала этих компаний.

**Эмпирическая база исследования**

Объектом анализа были избраны компании нефтегазового сектора России, а именно головные компании из нефтегазовой отрасли и их дочерние предприятия, имеющие форму открытого акционерного общества и задействованные в областях разведки нефтегазовых месторождений, добычи полезных ископаемых, газо- и нефтепереработки или сбыта продуктов. Всего в выборку попало 124 компании. Данные собраны за период 2000–2005 гг. Таким образом, составлена панель из 746 наблюдений.

Таблица 1

| Группировка компаний | | | |
| --- | --- | --- | --- |
| Тип компании | Количество | Число наблюдений | Вклад, % |
| Головная | 12 | 69 | 9, 25 |
| Разведка | 10 | 60 | 8, 04 |
| Добыча | 45 | 276 | 37, 00 |
| Переработка | 18 | 108 | 14, 48 |
| Сбыт | 39 | 233 | 31, 23 |
| Всего | 124 | 746 | 100, 00 |

Данная отрасль промышленности была выбрана по ряду причин.

Во-первых, когда сократились возможности расширения бизнеса путем приобретения дешевых активов, что было возможно благодаря приватизации, и дальнейшее развитие компаний стало возможным только за счет повышения эффективности их деятельности, нефтегазовые компании первые стали развивать направление качественного корпоративного управления. Осознав важность внедрения систем корпоративного управления, они предприняли ряд радикальных шагов по их построению, о чем неоднократно сообщалось в различных средствах массовой информации, что, несомненно, положительно сказалось на репутации компаний. В опубликованном в январе 2004 г. американским аналитическим агентством Energy Intelligence рейтинге корпоративного управления (основанном на оценке деятельности советов директоров) ведущих мировых нефтегазовых компаний компания ЮКОС заняла 2-е место, Сибнефть — 8-е, ЛУКойл — 11-е. Средний показатель американских компаний в рейтинге составил 59, 7 балла, европейских — 53, 9 балла, российских — 52, 8 балла. Характерно, что указанные три российские компании опередили ряд ведущих западных корпораций [1].

Во-вторых, компании данной отрасли постоянно нуждаются в значительных финансовых средствах для своего развития (разработки новых месторождений, развития переработки добываемых ископаемых и пр.), и факт высокой стоимости корпоративного управления не является для них препятствием, напротив, внедрение эффективной системы корпоративных отношений для них экономически целесообразно.

В-третьих, нефтегазовая отрасль отличается большими рисками, связанными как с деятельностью топ-менеджмента компания, так и с политикой государства. Среди основных рисков, с которыми сталкиваются инвесторы в России, риски трансфертного ценообразования и вывода активов и риски национализации. Таким образом, качество корпоративного управления является зачастую решающим фактором вложений в данную отрасль промышленности.

В основе методики — принцип использования для анализа только информации, доступной обычному миноритарному акционеру, т. е. информация, раскрываемая в обязательном порядке самими компаниями или регулирующими органами. В связи с этим в качестве источника информации выступают системы комплексного раскрытия данных: СКРИН (www.skrin.ru), СПАРК (www.e-disclosure.ru).

В качестве метода анализа выдвигаемой гипотезы используется метод регрессионного анализа панельных данных. В числе независимых переменных рассматриваются параметры, которые являются основополагающими в определении качества корпоративного управления компаний:

— информационная открытость и прозрачность (количество доступных годовых и квартальных отчетов и отчетов по международным стандартам финансовой отчетности, количество источников информации по компании, наличие сайта);

— выплата дивидендов;

— органы управления (совет директоров, единоличный и коллегиальный исполнительные органы);

— работа органов управления (число общих собраний акционеров и число заседаний совета директоров);

— наличие комитетов при совете директоров и их количество;

— наличие Кодекса корпоративного управления;

— торговля акциями на фондовых биржах (российских и зарубежных).

В числе зависимых переменных — соотношение собственного и заемного капитала, объем средств, привлеченных с помощью выпуска ценных бумаг (акций и облигаций).

**Качество корпоративного управления и структура капитала нефтегазовых компаний**

В целом качество корпоративного управления в нефтегазовой отрасли низко, о чем свидетельствуют полученные статистические данные, и повышать данный параметр работы предприятия компании начали только в последние годы. При этом корпоративное управление оказалось на достаточно высоком уровне только в головных компаниях. Наиболее развито оно здесь по объективным причинам. Во-первых, крупные компании первыми поняли необходимость внедрения современных стандартов корпоративного управления для выхода на западные рынки капитала и увеличения капитализации компаний. Во-вторых, акционерами этих компаний зачастую уже были иностранные инвесторы, оказывавшие определенное давление на контролирующих акционеров и менеджмент в связи с несоблюдением стандартов корпоративного управления, принятых в развитых странах. В-третьих, они первыми смогли выделить необходимые ресурсы на проведение реорганизации своих систем корпоративного управления, в том числе на привлечение специалистов и внешних консультантов.

В структуре источников финансирования инвестиций преобладают собственные средства. Наибольшее значение соотношения заемного капитала к собственному у добывающих компаний, на втором месте — геолого-разведочные предприятия, на третьем — головные компании и нефтеперерабатывающие заводы; больше всего заемный капитал привлекают сбытовые предприятия, что связано с отсутствием собственных денежных средств, достаточных для дальнейшего развития.

Все компании нефтегазового комплекса прибегают к внешним источникам финансирования. Наиболее популярным внешним источником финансирования является заемный капитал: несмотря на то, что на сегодняшний день он относительно дорог в России по сравнению с уровнем других стран, тем не менее он же является одним из самых доступных. На втором месте — акции, на третьем — облигации.

Хотя объемы денежных средств, привлеченных благодаря выпуску ценных бумаг, велики, этот источник привлечения капитала редко используется нефтегазовыми компаниями. Если к дополнительному выпуску акций прибегали компании всех «подотраслей», то к выпуску облигаций прибегают только две категории предприятий — головные и добывающие.

Влияние качества корпоративного управления компаний нефтегазового комплекса на соотношения собственного и заемного капитала

Исследование влияния каждого отдельного параметра качества корпоративного управления на структуру капитала компании (всего 18 парных регрессий) показало, что ни один из них не является значимым для инвестора или кредитора, объясняющая способность всех моделей оказалась крайне низкой, в целом показатель корреляции не превысил 1, 2 %. Иными словами, каждый отдельно взятый параметр не оказывает влияния на решение инвесторов и кредиторов о предоставлении заемных средств компаниям нефтегазового сектора.

С одной стороны, это можно объяснить тем, что часть параметров — это дамми-переменные, которые всегда отрицательно сказываются на регрессиях и ведут к незначимости как отдельных переменных, так и всей регрессии в целом. С другой стороны — тем, что по отдельно взятому элементу нельзя судить о качестве корпоративного управления компании в целом, а следовательно, нельзя делать выводы о рискованности или нерискованности вложений, в данном случае предоставлении заемных средств или покупки ценных бумаг. Если компания постоянно публикует годовые отчеты, но не делает всего остального, то говорить о высоком качестве корпоративного управления не представляется возможным.

В связи с этим следующим шагом анализа было построение множественных регрессий, включающих несколько, от 3 до 5, переменных качества корпоративного управления сразу. Однако результаты проверки на значимость регрессии и переменных моделей снова оказались отрицательными. Проведенный анализ показал, что даже несколько параметров качественного корпоративного управления не служат для инвестора показателем выгодности и низкого риска инвестиционных вливаний. Таким образом, можно сказать, что даже блок параметров, определяющих состояние корпоративного управления нефтегазовых компаний, не оказывает влияния на соотношение собственного и заемного капитала, т. е. на их возможность привлечь средства со стороны банков или инвесторов.

Регрессионный анализ полной множественной регрессии с учетом абсолютно всех анализируемых параметров качества корпоративного управления компаний нефтегазового сектора выявил, как видно из таблицы результатов регрессии в прил. 2, что значимыми для инвестора являются только четыре переменные:

— количество отчетов по международным стандартам финансовой отчетности (положительная зависимость). Это можно объяснить тем, что требования к данным отчетам более строгие и они, как правило, содержат более полную финансовую информацию, по которой инвестор может судить о выгодности своих вложений, а кредитор — о платежеспособности нефтегазовой компании;

— торговля акциями на российских биржах (отрицательная зависимость). Значимость и одновременно отрицательную зависимость можно объяснить тем, что если акции компании торгуются на российской бирже, то в качестве источника финансирования она скорее прибегнет к дополнительному выпуску акций или продаже имеющихся на руках, чем будет обращаться за заемными средствами;

— число директоров в совете (положительная зависимость). Чем больше директоров в совете, тем больше вероятность их объективности и тем сложнее кому-то одному склонить остальных членов совета в свою сторону, а следовательно, избежать решений, которые принесут пользу не самой компании, а ее отдельным представителям;

— число независимых директоров в совете (отрицательная зависимость). Объяснение данного феномена можно найти в том факте, что, как правило, наличие независимых директоров свидетельствует о достаточно высоком уровне корпоративного управления, а следовательно, компании становятся доступны и другие источники внешнего финансирования, позволяющие привлечь большие объемы капитала.

При этом коэффициент корреляции R2 = 0, 07 % из 100 возможных, т. е. объясняющая способность чрезвычайно мала. Отсюда вывод, что хотя некоторые параметры корпоративного управления значимы для кредитора и инвестора в отношении нефтегазовых компаний, в целом оно никак не влияет на его решение о предоставлении заемных средств.

Влияние качества корпоративного управления компаний нефтегазового комплекса на объем средств, привлекаемых за счет дополнительного выпуска акций

Проведенный по аналогии с предыдущим анализ вновь показал, что ни один из параметров сам по себе не оказывает влияния на решения инвесторов о приобретении акций компании, а следовательно, об инвестировании средств в нее, поскольку ни одна переменная не оказалась значимой, а объясняющая способность регрессий не превысила 0, 78 %.

Результатом анализа неполных множественных регрессий зависимости дополнительного выпуска акций в денежном выражении от различных блоков переменных качества КУ показал, что в случае принятия в качестве независимых переменных числа опубликованных годовых отчетов, числа опубликованных квартальных отчетов, числа опубликованных отчетов по международным стандартам финансовой отчетности, выплат дивидендов, торговли акциями на российских биржах первый является значимым фактором, при этом связь оказалась отрицательной. Единственным объяснением здесь может быть тот факт, что наиболее выгодно вкладывать в компанию с недооцененной рыночной стоимостью, что случается, когда не разглашается информация о реальной ситуации в компании и ее планах на будущее. Именно эта информация, как правило, содержится в годовых отчетах нефтегазовых компаний. Однако коэффициент корреляции в данной модели составил всего лишь 0, 35 % из 100 возможных. Это чрезвычайно низкий показатель, следовательно, можно не брать в расчет значимость самого параметра, поскольку сама регрессия оказалась незначимой.

Во всех остальных регрессиях нет ни одной значимой переменной. И объясняющая способность всех регрессий опять-таки мала — не более 0, 38 %. Отсюда следует вывод о незначимости небольшой группы параметров качества корпоративного управления нефтегазовых компаний для потенциального акционера.

Анализ полной множественной регрессии (прил. 3) оказался не столь позитивен, как в предыдущей модели. В этот раз при построении полной регрессионной модели абсолютно все параметры оказались незначимыми и объясняющая способность составила всего 1, 2 % из 100 возможных. Это говорит о полной недостоверности гипотезы о влиянии качества корпоративного управления на возможность успешного выпуска дополнительных акций компаниями нефтегазовой отрасли.

Влияние качества корпоративного управления компаний нефтегазового комплекса на объем средств, привлекаемых за счет дополнительного выпуска облигаций

Исследование влияния качества корпоративного управления на успешность выпуска облигаций с помощью парных регрессий показало, что значимы сразу три переменные: количество отчетов по международным стандартам финансовой отчетности, выплаты дивидендов и наличие собственного кодекса корпоративного управления. Но объясняющая способность самих регрессий мала — 0, 32, 1, 53 и 0, 02 % соответственно. Следовательно, хотя некоторые параметры и оказывают влияние на принятие решения об инвестировании, это влияние столь мало, что говорить о четкой взаимосвязи дополнительного выпуска облигаций и корпоративного управления нефтегазовых компаний пока рано. При этом во всех трех случаях связь отрицательная, т. е. качественное корпоративное управление отрицательно сказывается на возможностях компании привлекать средства через облигации, что противоречит выдвигаемой гипотезе нашего исследования.

Исследование неполных множественных регрессий для анализа данной гипотезы выявило значимые параметры качества корпоративного управления в трех регрессиях. Это зависимость дополнительного выпуска облигаций компаний нефтяной и газовой промышленности от следующих параметров:

1) числа опубликованных годовых отчетов, числа опубликованных квартальных отчетов, числа опубликованных отчетов по международным стандартам финансовой отчетности, выплат дивидендов, торговли акциями на российских биржах;

2) наличия всех органов управления (совет директоров, правление, президент), торговли акциями на зарубежных биржах и наличия собственного кодекса корпоративного управления;

3) наличия секретаря совета директоров, числа директоров в Совете, числа собраний акционеров, числа заседаний совета директоров, наличия комитетов.

В первой регрессии с объясняющей способностью 2, 3 % выявлена одна значимая переменная — выплата дивидендов, причем связь положительная. Получается, что потенциальные инвесторы готовы купить облигации, если компания выплачивает дивиденды по акциям. Это логично, если считать, что раз компания выплачивает доходы по акциям, следовательно, выплатит доходы и по облигациям.

Во второй регрессии с объясняющей способностью 0, 18 % снова оказался значимым параметр «наличие собственного кодекса корпоративного управления» и связь снова отрицательная, как и в парной регрессии, о результатах которой мы говорили чуть выше. Получается, что потенциальные инвесторы не заинтересованы в том, чтобы компания разрабатывала собственный документ, регламентирующий отношения с акционерами. Возможно, это свидетельствует о том, что они предпочитают, чтобы компания следовала Кодексу корпоративного управления, разработанному и рекомендованному Правительством РФ.

В третьей регрессии с объясняющей способностью 0, 28 % значим параметр «наличие комитетов» и связь положительная. Это говорит о том, что наличие комитетов при Совете директоров служит своеобразной гарантией для потенциальных покупателей облигаций.

Но поскольку коэффициент корреляции представляет собой незначительную величину, то доверять полученным результатам не стоит, так как в целом это говорит о незначимости самих регрессий в целом.

Анализ полной множественной регрессии (прил. 4), учитывающей абсолютно все анализируемые параметры качества корпоративного управления компаний нефтегазового комплекса, дал самые лучшие результаты, которые свидетельствуют о том, что значимы следующие факторы:

— торговля акциями на иностранной бирже (положительная связь). Это можно объяснить тем, что фондовые биржи до включения в листинг компании требуют выполнения ряда условий, обеспечивающих минимальный уровень качественного корпоративного управления;

— число заседаний совета директоров (связь отрицательная). Если число заседаний велико, то это свидетельствует о том, что совет директоров выполняет не свойственные ему функции, а именно участвует в оперативном управлении компании, чего быть не должно;

— наличие комитетов (связь положительная). Это опять-таки объясняется тем, что комитеты служат дополнительной гарантией для инвестора;

— число комитетов (связь отрицательная), поскольку чрезмерное количество комитетов ведет к размыванию их ответственности.

Но, несмотря на то, что есть значимые переменные в регрессии, тем не менее объясняющая способность модели всего 23, 9 %, что больше, чем во всех предыдущих случаях, но все же недостаточно.

Таким образом, качество корпоративного управления не оказывает существенного влияния на возможность компаний нефтегазового сектора привлечь средства за счет дополнительного выпуска облигаций. Данную ситуацию можно отчасти объяснить особенностями сегодняшнего инвестиционного рынка России. Во-первых, в российских условиях риски потери собственности для инвесторов имеют все же большее значение, нежели риски, связанные с неэффективным управлением бизнесом. Во-вторых, на сегодняшний день круг инвесторов, работающих на российском фондовом рынке, в основном ограничен рисковыми портфельными инвесторами, которые готовы принимать высокий риск (в том числе и риски корпоративного управления) в обмен на высокую доходность. Главный смысл инвестирования для них связан не с долгосрочными перспективами компании, а с получением выгод от быстрого роста стоимости их акций.

Безусловно, все затраты, связанные с внедрением передового опыта в области корпоративного управления, приведут к зримым финансовым выгодам в виде привлечения масштабного акционерного капитала, если компанией заинтересуются стратегические иностранные и традиционные портфельные инвесторы, прежде всего крупные пенсионные фонды и страховые компании, но вряд ли это произойдет в ближайшее время.

С нашей точки зрения, в данный момент больше всех в повышении качества корпоративного управления российских компаний заинтересованы иностранные стратегические инвесторы, владеющие блокирующим или контрольным пакетом акций в объектах инвестирования или планирующие приобрести его. И хотя таких инвесторов на российском рынке по-прежнему сравнительно немного, их роль и влияние неуклонно растут.

Что касается традиционных портфельных инвесторов, рассматривающих плохое корпоративное управление как серьезный фактор риска при принятии инвестиционных решений, то они не готовы принимать на себя риски, связанные с вложениями в российские ценные бумаги. И дело здесь не только в качестве корпоративного управления в российских компаниях. Значительную роль играют страновые и институциональные факторы, о которых мы говорили выше. Тем не менее российским компаниям следует быть готовыми к росту интереса со стороны традиционных портфельных инвесторов, на сегодняшний день оперирующих наибольшими объемами средств на международном фондовом рынке. Хотя, как мы говорили выше, временные перспективы в этом вопросе остаются неопределенными.

Тем не менее хорошее корпоративное управление есть благо для самой компании, поскольку, во-первых, это инструмент, с помощью которого может быть достигнут баланс интересов различных сторон, а во-вторых, это необходимый компонент поступательного долгосрочного развития компании.

Приложение 1

| Обозначения переменных модели | |
| --- | --- |
| Соотношение собственного  и заемного капитала | sk\_zk |
| Объем выпущенных акций,  денежное выражение | aksii |
| Объем выпущенных облигаций,  денежное выражение | obligasii |
| Число опубликованных годовых  отчетов | godot |
| Число опубликованных  квартальных отчетов | kvarot |
| Число опубликованных отчетов  по МСФО | msfo |
| Осуществление выплат  дивидендов | div |
| Торговля акциями на российских  биржах | rosbirg |
| Торговля акциями на зарубежных  биржах | forinbirg |
| Наличие совета директоров | sovdir |
| Наличие президента | prezid |
| Наличие правления | pravl |
| Наличие Кодекса корпоративного  управления | kodeks |
| Наличие секретаря совета  директоров | sekr |
| Число директоров в совете | n\_dir |
| Число независимых директоров  в совете | n\_nezdir |
| Количество собраний акционеров | n\_sobr |
| Количество заседаний совета  директоров | n\_zased |
| Наличие комитетов | komit |
| Число комитетов | n\_komit |
| Наличие корпоративного сайта | www |

Приложение 2

| Полная множественная регрессия модели 1  R-sq: = 0.0007 | | |
| --- | --- | --- |
| Переменная | Коэффициент | Значимость P > |z| |
| godot | 1.118447 | 0.528 |
| kvarot | – 0.4807438 | 0.613 |
| msfo | 13.92748 | 0.000 |
| div | 1.446907 | 0.564 |
| rosbirg | – 5.058335 | 0.015 |
| forinbir | 3.13577 | 0.630 |
| sovdir | (dropped) | — |
| prezid | (dropped) | — |
| pravl | (dropped) | — |
| kodeks | 5.879245 | 0.201 |
| sekr | 3.346728 | 0.234 |
| n\_dir | 2.929536 | 0.010 |
| n\_nezdir | – 2.232405 | 0.028 |
| n\_sobr | 0.121461 | 0.456 |
| n\_zased | 0.0680295 | 0.681 |
| komit | 2.892079 | 0.744 |
| n\_komit | – 1.172651 | 0.699 |
| www | – 4.378441 | 0.219 |

Приложение 3

| Полная множественная регрессия модели 2  R-sq: = 0.0127 | | |
| --- | --- | --- |
| Переменная | Коэффициент | Значимость P > |z| |
| godot | – 1.95e + 09 | 0.190 |
| kvarot | 2.14e + 08 | 0.787 |
| msfo | – 2.42e + 08 | 0.935 |
| div | 2.50e + 07 | 0.990 |
| rosbirg | 5.21e + 07 | 0.975 |
| forinbir | 1.35e + 08 | 0.980 |
| sovdir | (dropped) | — |
| prezid | (dropped) | — |
| pravl | (dropped) | — |
| kodeks | 1.45e + 09 | 0.704 |
| sekr | 6.45e + 08 | 0.782 |
| n\_dir | 7.88e + 08 | 0.393 |
| n\_nezdir | – 5.23e + 08 | 0.529 |
| n\_sobr | 7.40e + 07 | 0.585 |
| n\_zased | 7.62e + 07 | 0.581 |
| komit | – 2.23e + 09 | 0.762 |
| n\_komit | 2.90e + 08 | 0.908 |
| www | – 9.05e + 08 | 0.759 |

Приложение 4

| Полная множественная регрессия модели 3  R-sq: = 0.2390 | | |
| --- | --- | --- |
| Переменная | Коэффициент | Значимость P > |z| |
| godot | 6.42e + 07 | 0.092 |
| kvarot | – 2296735 | 0.912 |
| msfo | 1324753 | 0.986 |
| div | 6.92e + 07 | 0.198 |
| rosbirg | – 7.09e + 07 | 0.104 |
| forinbir | 4.15e+08 | 0.004 |
| sovdir | (dropped) | — |
| prezid | (dropped) | — |
| pravl | (dropped) | — |
| kodeks | – 1.39e + 08 | 0.156 |
| sekr | – 3.44e + 07 | 0.564 |
| n\_dir | – 1.30e + 07 | 0.580 |
| n\_nezdir | 1.61e + 07 | 0.450 |
| n\_sobr | 1537875 | 0.657 |
| n\_zased | – 1.68e + 07 | 0.000 |
| komit | 1.27e + 09 | 0.000 |
| n\_komit | – 2.64e + 08 | 0.000 |
| www | 9.86e + 07 | 0.194 |
| cons | 3.86e + 07 | 0.780 |

**Список литературы**

1.Беликов И. В. Корпоративное управление и экономический рост в России. М., 2004.

2.Блэк Б. Практика КУ и рыночная стоимость российских фирм // Материалы 4 заседания круглого стола по вопросам КУ в России. М., 2001.

3.Блэк Б., Лав И., Рачинский А. Корпоративное управление и рыночная стоимость российских компаний М., 2005. На англ. яз.

4.Бухвалов А. В., Ильина Ю. Б., Бандалюк О. В. Электронное корпоративное управление и проблемы раскрытия информации: сравнительное пилотное исследование. СПб., 2006.

5.Гуриев С., Лазарева О., Рачинский А. и др. Корпоративное управление в российской промышленности. М., 2004.

6.Гуриев С., Рачинский А., Лазарева О. и др. Спрос на современные стандарты корпоративного управления в частном секторе России. М., 2003.

7.Долгопятова Т. Г. Корпоративное управление в России: акционерная собственность и корпоративный контроль в компаниях // Российская экономика на новых путях / под ред. Э. И. Гойзмана и Р. Н. Евстигнеева. М., 2004.

8.Ивашковская И. В. Советы директоров и создание экономической прибыли в российских компаниях // Модернизация экономики и общественное развитие: в 3 кн. / под ред. Е. Г. Ясина. М., 2007. Кн. 2.

9.Ивашковская И. В., Куприянов А. Структура капитала: резервы создания стоимости для собственников компании // Управление компанией. 2005. № 2.

10.Капелюшников Р. И., Демина Н. Влияние характеристик собственности на результаты экономической деятельности российских промышленных предприятий // Вопр. экономики. 2005. № 2.

11.Карапетян Д., Грачева М. Корпоративное управление: основные понятия и результаты исследовательской практики // Управление компанией. 2004. № 1.

12.Корпоративное управление и экономический рост в России. М., 2004.

13.Кузнецов П. В., Муравьев А. В. Структура акционерного капитала и результаты деятельности фирм в России // Экономический журнал ВШЭ. 2000. Т. 4, № 4.

14.Кумз П., Уотсон М., Кампос К. и др. Цена корпоративного управления // Вестн. McKinsey. 2003. № 1. URL: http://www.vestnikmckinsey.ru

15.Позиция Ассоциации менеджеров: От независимого директора к профессиональному члену совета директоров. URL: http://www.amr.ru/research/analit/detail.php?ID=3508

16.Практика корпоративного управления в регионах России. М., 2003.

17.Практика КУ в российских АО: отчет о результатах исследования РИД по итогам 2003 года. М., 2004.

18.Радыгин А. Д., Энтов Р. М. Корпоративное управление и защита прав собственности: эмпирический анализ и актуальные направления реформ. М., 2001.

19.Раскрытие российскими АО информации о практике своего КУ и соблюдение рекомендаций Кодекса КП. М., 2003.

20.Рачинский А. Корпоративное управление и рыночная стоимость российских компаний. М., 2003.

21.Ружанская Л. С., Крутиков Д. В. Корпоративное управление рыночная стоимость: практика компаний Уральского региона. Модернизация экономики и общественное развитие : в 3 кн. / под ред. Е. Г. Ясина. М., 2007. Кн. 2.

22.Старюк П. Корпоративное управление и стоимость компании: ситуация в России // Управление компанией. 2004. № 1.

23.Степанова А. Вражеские «лазутчики» и «возмутитили спокойствия» // Деловые люди. 2001. № 121.

24.Ясин Е., Григорьев Л., Кузнецов О. и др. Инвестиционный климат в России. М., 2006.

25.Filatotchev I., Isachenkova N., Mickiewicz T. Corporate governance, Managers’ independence, exporting and performance of firms in transition economies // William Davidson Institute Working Paper. 2005. № 805. Nov.

26.Fund Manager Survey on Russian Investments. URL: http://www.ey.com/global/Content.nsf/Russia\_E/2002\_Fund\_Manager\_Survey\_on\_Russian\_Investments