

**Корпоративное управление**

# Квазинезависимые директора в российских публичных компаниях: постановка проблемы и оценка ее масштаба

**Александр Александрович Муравьев**

ORCID: 0000-0001-8936-2582

PhD (Econ.), доцент департамента экономики, ведущий научный сотрудник Центра теории рынков и пространственной экономики, Санкт-Петербургская школа экономики и менеджмента, Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики» в Санкт-Петербурге (РФ, 194100, Санкт-Петербург, Кантемировская ул., 3а); научный сотрудник, IZA — Institute of Labor Economics (5–9, Schaumburg-Lippe-Str., D-53113, Bonn, Germany)  
E-mail: amuravyev@hse.ru

**Касиет Маратовна Камбаралиева**

ORCID: 0009-0008-3361-7847

Аспирант департамента экономики, преподаватель департамента финансов, младший научный сотрудник Центра теории рынков и пространственной экономики, Санкт-Петербургская школа экономики и менеджмента, Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики» в Санкт-Петербурге (РФ, 194100, Санкт-Петербург, Кантемировская ул., 3а)  
E-mail: k.kambaralieva@hse.ru

**Аннотация**

Количество/доля независимых директоров — ключевая характеристика совета директоров, регулируемая в большинстве юрисдикций. С концептуальной точки зрения независимыми являются директора, не имеющие (помимо членства в совете директоров) никаких отношений с компанией, ее акционерами и контрагентами. На практике концепция независимости представляет собой перечень запретов — требований к тому, кем независимый директор не может быть, и этот перечень, как правило, устанавливается регуляторами в соответствующих документах. Но насколько эти критерии соблюдаются компаниями при формировании советов директоров? Цель работы — оценить масштаб неверной классификации независимых директоров в российских компаниях, сопоставить характеристики квазинезависимых и истинно независимых директоров, получить представление о детерминантах назначения квазинезависимых директоров в советы. Работа опирается на 20-процентную выборку из российских публичных компаний за 2009–2020 годы, стратифицированную по годам, отраслям и уровню листинга на Московской бирже (596 компаний-годов). К данным применены методы дескриптивного, статистического и эконометрического анализа. Обнаружено, что почти половина директоров, позиционируемых компаниями как независимые, в реальности не соответствуют основным критериям независимости (главным образом из-за связей с акционерами) и фактически являются квазинезависимыми. При этом истинно и квазинезависимые директора существенно различаются по полу, возрасту, гражданству. Выявлено, что доля истинно независимых директоров постепенно растет со временем, а вероятность появления квазинезависимых директоров в совете связана с факторами корпоративного управления (например, структурой собственности) и результатами деятельности компании в предшествующий период. В частности, она оказывается выше у компаний, показавших плохие финансовые результаты (ROA) в год, предшествующий выборам совета. Полученные результаты имеют практическую значимость для регуляторов, бирж и инвесторов, заинтересованных в повышении качества корпоративного управления и достоверности раскрываемой информации.

**Ключевые слова:** независимые директора, корпоративное управление, критерии независимости, публичные компании России

**JEL:** G34

Исследование осуществлено в рамках Программы фундаментальных исследований НИУ ВШЭ.

## Corporate Governance

# Quasi-Independent Directors in Russian Publicly Traded Companies: Defining the Problem and Assessing Its Scale

**Alexander A. Muravyev**

*ORCID: 0000-0001-8936-2582*

PhD (Econ.), Associate Professor, Department of Economics, Lead Research Fellow, Center for Market Studies and Spatial Economics, School of Economics and Management, HSE University Saint Petersburg;<sup>a</sup> Research Fellow, IZA Institute of Labor Economics,<sup>b</sup> E-mail: amuravyev@hse.ru

**Kasiet M. Kambaralieva**

*ORCID: 0009-0008-3361-7847*

Post-Graduate Student at the Department of Economics, Lecturer at the Department of Finance, Junior Research Fellow, Center for Market Studies and Spatial Economics, School of Economics and Management, HSE University Saint Petersburg,<sup>a</sup> e-mail: k.kambaralieva@hse.ru

<sup>a</sup> 3A, Kantemirovskaya ul., Saint Petersburg, 194100, Russian Federation

<sup>b</sup> 5–9, Schaumburg-Lippe-Str., Bonn, D-53113, Germany

### Abstract

The number or proportion of independent directors is a key characteristic of corporate boards that is regulated in most jurisdictions. As a concept, independent directors have no relationship with the company other than board membership. In practice, independence is operationalized through regulatory criteria that determine who qualifies as an independent director. But to what extent do companies comply with these criteria? This paper assesses the scale of independent director misclassification in Russian companies, compares the characteristics of quasi-independent and truly independent directors, and examines the factors determining election of quasi-independent directors. The authors employed descriptive, statistical and econometric methods on a 20% stratified sample of Russian publicly traded companies from 2009 to 2020 (596 company-years). Nearly half of the directors designated as independent fail to meet key independence criteria (mainly due to ties with shareholders) and are in fact quasi-independent. Truly independent and quasi-independent directors differ significantly in gender, age and citizenship. The share of truly independent directors has been gradually increasing over time. The likelihood with which quasi-independent directors are appointed to boards is linked to corporate governance factors (e.g., ownership structure) and prior company performance. In particular, firms with poor return on assets (ROA) in the year preceding board elections tend to select quasi-independent board members. These findings should be useful for regulators, exchanges, and investors seeking to improve corporate governance and reliability of disclosures.

**Keywords:** independent directors, corporate governance, independence criteria, Russian public companies

**JEL:** G34

### Acknowledgements

This article is an output of a research project implemented as part of the Basic Research Program at the National Research University Higher School of Economics (HSE University).

## Введение

**С**овет директоров — ключевой механизм корпоративного управления, обеспечивающий управление компанией в интересах акционеров и других заинтересованных сторон [Crosi, 2018]. В литературе выделены две основные функции совета: мониторинговая и консультационная [Adams, Ferreira, 2007] — и подчеркнуто, что способность совета эффективно их выполнять зависит от его характеристик: размера, доли независимых директоров, разнообразия (по полу, возрасту, опыту работы), наличия и состава комитетов [Adams et al., 2010; Larcker, Tayan, 2015].

Начиная с работ Майкла Дженсена и Юджина Фамы важнейшей характеристикой совета директоров считается его независимость, отождествляемая с долей в нем независимых директоров [Adams et al., 2010; Fama, 1980; Fama, Jensen, 1983; Hermalin, Weisbach, 2003; Jensen, Meckling, 1976]. Теоретически к независимым относят директоров, которые не имеют и не имели в недавнем прошлом связей с компанией, помимо членства в ее совете. Теория также утверждает, что репутационные риски мотивируют независимых директоров контролировать менеджеров, сдерживая их оппортунистичное поведение с меньшими издержками по сравнению с директорами, связанными с компанией [Adams et al., 2010; Fama, Jensen, 1983]. Несмотря на ряд оговорок (например, меньшую доступность информации относительно исполнительных и даже неисполнительных директоров), именно независимых директоров считают наиболее подходящими для осуществления мониторинговой функции совета [Adams, 2009; Hsu, Wu, 2014; Liao et al., 2022].

В связи с этим минимальная доля независимых директоров является одной из основных характеристик совета, фигурирующих в нормативных документах регуляторов, фондовых бирж и бизнес-ассоциаций. Большинство юрисдикций предписывают или рекомендуют публичным компаниям иметь определенное число таких директоров<sup>1</sup> [Косякин, 2024; Ringe, 2013].

Однако четкое теоретическое определение независимости трудно реализовать на практике, поэтому в регулирующих документах оно часто прописано в виде перечня табу (того, кем независимый директор являться не может)<sup>2</sup> [Ringe, 2013]. В частности, независимыми директорами не могут быть сотрудники компании, родственники ее руководителей, представители контрагент-

---

<sup>1</sup> Flexibility and Proportionality in Corporate Governance. OECD, 2018. [https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/publications/reports/2018/11/flexibility-and-proportionality-in-corporate-governance\\_g1g98d91/9789264307490-en.pdf](https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/publications/reports/2018/11/flexibility-and-proportionality-in-corporate-governance_g1g98d91/9789264307490-en.pdf).

<sup>2</sup> Principles of Corporate Governance. OECD, 2004. [https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/publications/reports/2004/05/oecd-principles-of-corporate-governance-2004\\_g1gh44a5/9789264015999-en.pdf](https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/publications/reports/2004/05/oecd-principles-of-corporate-governance-2004_g1gh44a5/9789264015999-en.pdf).

тов или государства. При этом подчеркивается, что эти критерии не исчерпывающи, поскольку невозможно предусмотреть все обстоятельства, влияющие на независимость, и при ее оценке содержание должно превалировать над формой.

Закономерен вопрос: насколько компании следуют духу и букве регулирующих документов при назначении независимых директоров? В международных исследованиях фиксируются массовые нарушения критериев независимости [Bhagat, Black, 2001; Crespi-Cladera, Pascual-Fuster, 2014; Liao et al., 2022], причинами которых могут быть как непонимание концепции независимости, стремление выполнить только формальные требования регулятора, так и целенаправленный обман инвесторов путем формирования у них иллюзии хорошего корпоративного управления [Cavaco et al., 2017; Fracassi, Tate, 2012]. Последствиями таких неверных определений независимости директора могут стать снижение эффективности советов директоров, ухудшение операционных результатов компаний, падение курса их акций.

Несмотря на значительное развитие в России нормативной базы для советов директоров (например, принятие в 2014 году Кодекса корпоративного управления (далее — Кодекс КУ)<sup>3</sup> и внесение изменений в Закон об акционерных обществах<sup>4</sup>, в частности требование о наличии комитета по аудиту с 2021 года), вопрос о соблюдении компаниями критериев независимости оставался в тени, не получив отражения и во всё более расширяющейся научной литературе по советам директоров [Дуляк, 2015; Краснов и др., 2023; Berezinets et al., 2017; Muravyev, 2017; Zavertiaeva et al., 2024].

Целями настоящего исследования стали оценка масштаба неверной классификации независимых директоров в российских компаниях, сопоставление характеристик квази- и истинно независимых директоров, выявление детерминанты назначения квазинезависимых директоров в советы. Информационную базу исследования составила 20-процентная выборка российских публичных компаний, акции которых котировались на Московской бирже в 2009–2020 годах, стратифицированная по году, отрасли и уровню листинга (596 компаний-годов). С помощью базы СКРИН была собрана информация по советам директоров и вручную проверено соответствие директоров, объявленных компаниями независимыми, основным критериям независимости, обозначенным в Кодексе КУ от 2014 года. Эти данные были дополнены информацией о финансовом положении компаний, структуре их собствен-

<sup>3</sup> Письмо Банка России от 10.04.2014 № 06-52/2463 «О Кодексе корпоративного управления». [https://www.cbr.ru/statichtml/file/59420/inf\\_apr\\_1014.pdf](https://www.cbr.ru/statichtml/file/59420/inf_apr_1014.pdf).

<sup>4</sup> Федеральный закон от 26.12.1995 № 208-ФЗ (ред. от 31.07.2025) «Об акционерных обществах». [https://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_8743/](https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_8743/).

ности и т. д. и проанализированы с помощью статистических и эконометрических методов.

Основные полученные результаты: 60,6% компаний заявили о наличии в их советах независимых директоров, их доля составила 24,7%. При этом почти половина — 46,1% — директоров, позиционируемых как независимые, на самом деле таковыми не являлись (мы называем их квазинезависимыми), так как они не соответствовали базовым критериям независимости. Наиболее часто нарушались критерий несвязанности директора с основным акционером общества (далее — со значимым контрагентом, государством), а также критерий превышения срока пребывания в совете. За 2009–2020 годы в российских компаниях наблюдался медленный рост доли истинно независимых директоров. При этом были выявлены и различия в характеристиках квазинезависимых директоров: среди них существенно выше оказалась доля женщин, они в среднем моложе и заметно чаще являются российскими гражданами. Эконометрический анализ выявил, что вероятность появления квазинезависимых директоров убывает по мере увеличения в капитале компании доли крупнейшего акционера и с ростом ее финансовых показателей в период, предшествующий выборам совета. Обратная зависимость может быть связана с тем, что для компаний с низкой эффективностью издержки назначения истинно независимых директоров выше.

Статья построена следующим образом. Первый раздел содержит обзор литературы по независимым и квазинезависимым директорам. Во втором описана эволюция института независимых директоров в России. Третий раздел посвящен данным и методам исследования. Результаты эмпирического анализа представлены в четвертом разделе, а в пятом содержатся основные выводы.

## 1. Обзор литературы

В исследованиях по корпоративному управлению независимые директора определяются как лица, не связанные с компанией или ее контрагентами в настоящем и недавнем прошлом и способные выносить независимые суждения о деятельности менеджмента. Теория предполагает, что отсутствие подобных связей позволяет таким лицам эффективнее контролировать менеджмент компании, укрепляя мониторинговую функцию совета ее директоров [Hsu, Wu, 2014], а также вносить вклад в консультационную функцию в качестве источника стратегических ресурсов и связей [Balsmeier et al., 2011].

Несмотря на потенциальные преимущества, связанные с присутствием в советах компаний независимых директоров, эмпирические результаты, касающиеся их влияния на результативность компаний, крайне противоречивы. Исследования фиксируют как

положительное [Choi et al., 2007; Knyazeva et al., 2013; Liu et al., 2015], так и отрицательное [Cavaco et al., 2017; Fariha et al., 2022; Mishra, 2023] их влияние на деятельность компаний, а также отсутствие значимого эффекта [Bhagat, Black, 2001; Vafeas, Theodorou, 1998; Yammeesri, Herath, 2010], причем такой разброс оценок характерен для исследований этой темы применительно и к развитым, и к развивающимся рынкам. Аналогичная ситуация наблюдается и в России: от положительного влияния на рентабельность активов [Berezinets et al., 2019] и рыночную стоимость при участии в комитетах [Zavertiaeva et al., 2024] до отсутствия значимой связи с результативностью компаний [Березинец и др., 2013; Краснов и др., 2023] и отрицательного влияния на рентабельность собственного капитала [Назарова, Колыхалина, 2018].

Причиной неоднозначных эмпирических результатов таких исследований считают прежде всего эндогенность независимости директоров [Hu et al., 2023; Knyazeva et al., 2013; Wintoki et al., 2012], которая может проявляться в обратной причинно-следственной связи, когда компании с ухудшающимися показателями результативности прибегают к усилению независимости совета с целью подать позитивный сигнал рынку. Другой источник эндогенности — пропущенные переменные, выраженные в ненаблюдаемых характеристиках фирмы, таких как власть генерального директора или мониторинг со стороны крупных акционеров [Rahman et al., 2021].

Еще одной важнейшей причиной неоднозначности эмпирических результатов подобного анализа называют несоответствие директоров, позиционируемых компаниями как независимые, базовым критериям независимости. Пользуясь нечеткостью критериев независимости или слабостью инфорсменты (соблюдения предусмотренных норм со стороны регулятора), компании могут записывать в независимые неисполнительных и даже исполнительных директоров [Bhagat, Black, 2001; Crespi-Cladera, Pascual-Fuster, 2014; Fracassi, Tate, 2012].

Международные исследования выявляют массовые случаи некорректного отнесения директоров к категории независимых. Например, в [Bhagat, Black, 2001] подчеркивается, что некоторые директора, классифицируемые компанией как независимые, могут иметь скрытые личные связи с ее руководством. В [Santella et al., 2006] отмечено, что раскрытая итальянскими компаниями информация не позволяет проверить соответствие директоров критериям независимости. Ярким примером здесь выступает работа [Crespi-Cladera, Pascual-Fuster, 2014], авторы которой установили, что среди независимых директоров испанских публичных компаний 56,3% не соответствуют критериям независимости; в [Liao et al., 2022] выявлено 51,35% таких случаев в филиппинских компаниях.

Причины неверной классификации включают, во-первых, непонимание концепции независимости, когда фирмы признают независимым, например, директора, аффилированного с крупным акционером компании, из-за чего независимость его суждений становится сомнительной. Во-вторых, это может быть попыткой выполнить требования регулятора, создавая лишь видимость их соблюдения [Cavaco et al., 2017], что противоречит цели регулирования, направленной на обеспечение прозрачности и защиты интересов акционеров<sup>5</sup>. К тому же фирмы могут называть директоров независимыми для создания иллюзии качественного корпоративного управления, дезинформируя инвесторов, подрывая их доверие к компании и снижая качество корпоративного управления [Fracassi, Tate, 2012].

В ряде исследований отмечается неслучайный характер назначения квазинезависимых директоров в советы. Так, в [Fracassi, Tate, 2012] установлено, что компании с влиятельными генеральными директорами склонны нанимать внешних директоров, уже имеющих связи с менеджерами высшего звена. В исследовании [Cohen et al., 2012] показано, что в США компании часто назначают независимыми директоров, чрезмерно лояльных к руководству, а во Франции — лиц, связанных с генеральным директором общим образованием или карьерным путем [Kramarz, Thesmar, 2013].

Что касается последствий неверной классификации, то, как видно из [Liao et al., 2022], присутствие квазинезависимых директоров в совете не оказывает негативного влияния на результативность компаний. В [Dou et al., 2015] выявлено, что независимые директора с большим сроком пребывания в совете способны находить баланс в распределении своих функций, а в [Elms, Pugliese, 2023] — что эффект срока неоднороден: одни директора со временем «застаиваются», а другие, наоборот, спустя годы сохраняют высокую вовлеченность в деятельность компании. Особого же внимания требуют случаи массовых нарушений критериев независимости, когда большинство объявленных независимыми директоров компаний не являются таковыми, превращая совет в декоративный орган, слепо следующий предложениям менеджмента / крупных акционеров. Так, в [Fracassi, Tate, 2012] обнаружено, что компании с высокой долей независимых директоров, имеющих связи с генеральным директором, чаще осуществляют сделки поглощения, снижающие их акционерную стоимость, а в [Li et al., 2022] — что

<sup>5</sup> Здесь следует сделать оговорку о том, что, согласно теории оптимальной независимости совета директоров (Optimal Board Independence Theory) [Crespi-Cladera, Pascual-Fuster, 2014], у разных компаний может быть разный оптимальный уровень независимости совета. Когда оптимальный уровень независимости ниже требуемого регулятором, компании могут намеренно назначать квазинезависимых директоров, не соответствующих всем критериям независимости, с целью поддержания оптимального для себя уровня независимости совета.

это ведет к ухудшению качества мониторинга, снижению вероятности увольнения генерального директора и падению экономических результатов компаний.

## 2. Регулирование института независимых директоров в России

Становление института независимых директоров в России<sup>6</sup> связано с развитием акционерной формы собственности в 1990-е годы и формированием нормативной базы, включая принятие нового Гражданского кодекса<sup>7</sup>, законов «Об акционерных обществах» (далее — Закон об АО) и «О рынке ценных бумаг»<sup>8</sup> [Оленева, 2015]. Понятие «независимый директор» было введено в 1995 году в статью 83 Закона об АО, где он определен как член совета директоров, не являющийся исполнительным органом общества и чьи близкие родственники не занимают должностей в органах управления общества. Редакция Закона об АО от 2001 года расширила это понятие, установив мораторий в один год на признание бывших сотрудников независимыми директорами, дополнив перечень несовместимых родственных связей и введя отсылку к аффилированным лицам компании<sup>9</sup>.

Более четкое определение независимости директоров появилось в Кодексе корпоративного поведения (далее — Кодекс КП)<sup>10</sup> от 2002 года, содержащем восемь критериев, среди которых были запрет на занятие должностей в компании в течение последних трех лет, отсутствие связей с государством и ограничение срока пребывания в совете в течение семи лет. Однако из-за рекомендательного характера Кодекса КП компании не были обязаны следовать приведенным в нем критериям.

В 2004 году в правилах листинга фондовых бирж были установлены количественные требования: не менее трех независимых директоров для компаний 1-го уровня листинга и не менее одного — для 2-го уровня, — а также уточнены критерии независимости: отсутствие трудовых отношений с компанией в течение последних трех лет и членство в совете не более пяти лет<sup>11</sup>.

<sup>6</sup> Этот раздел дает общее представление о регулировании института независимых директоров в России без детального анализа всех нормативных документов.

<sup>7</sup> Гражданский кодекс Российской Федерации от 30.11.1994 № 51-ФЗ. [https://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_5142/](https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_5142/).

<sup>8</sup> Федеральный закон от 22.04.1996 № 39-ФЗ (ред. от 31.07.2025) «О рынке ценных бумаг». [https://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_10148/](https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_10148/).

<sup>9</sup> Федеральный закон от 07.08.2001 № 120-ФЗ (ред. от 08.08.2024) «О внесении изменений и дополнений в Федеральный закон “Об акционерных обществах”». [https://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_32878/](https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_32878/).

<sup>10</sup> Распоряжение ФКЦБ РФ от 04.04.2002 № 421/р «О рекомендации к применению Кодекса корпоративного поведения» (вместе с Кодексом корпоративного поведения от 05.04.2002). [https://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_36269/](https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_36269/).

<sup>11</sup> Правила листинга Закрытого акционерного общества «Фондовая биржа ММВБ». Утверждены советом директоров ЗАО «ФБ ММВБ» 06.08.2004. <https://fs.moex.com/files/257>.

В русле тренда на замену представителей государства на независимых директоров в 2010 году понятие независимого директора было уточнено для компаний с государственным участием<sup>12</sup>, а в 2013 году были введены обновленные критерии, идентичные тем, что были приняты годом позже в Кодексе КП<sup>13</sup>.

Важнейшей вехой, затронувшей все российские компании, стало принятие в 2014 году Кодекса корпоративного управления<sup>14</sup>, который существенно детализировал критерии понятия независимого директора, запрещая его материальную связь с обществом, крупным акционером, контрагентом, конкурентом общества или государственную службу в течение года до избрания, но сохраняя при этом рекомендательный характер<sup>15</sup> и допуская исключения: в отдельных случаях совет мог признать независимым кандидата и при неполном соответствии критериям Кодекса КУ, если у него не пропадала способность выносить независимые суждения.

В 2016 году критерии независимости были изъяты из Закона об АО, и с 2017 года единственным законодательным понятием в этой области осталось «директор, не заинтересованный в сделке»<sup>16</sup>, что заставило компании ориентироваться на более детальные рекомендательные нормы Кодекса КУ.

Одновременно соответствующие инициативы выдвигались бизнес-ассоциациями и самими компаниями. В 2003 году Ассоциация независимых директоров разработала рекомендательный Кодекс независимого директора<sup>17</sup>, введя в нем запрет на владение кандидатом долей собственности, достаточной для его самостоятельного номинирования в совет, и требование публично заявлять о своем статусе независимого директора до

---

<sup>12</sup> Постановление Правительства РФ от 31.12.2010 № 1214 (ред. от 15.08.2024) «О совершенствовании порядка управления открытыми акционерными обществами, акции которых находятся в федеральной собственности, и федеральными государственными унитарными предприятиями». [https://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_109345/](https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_109345/).

<sup>13</sup> Приказ Росимущества от 21.11.2013 № 357 «Об утверждении Методических рекомендаций по организации работы Совета директоров в акционерном обществе». [https://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_155942/](https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_155942/).

<sup>14</sup> Письмо Банка России от 10.04.2014 № 06-52/2463 «О Кодексе корпоративного управления». [https://www.cbr.ru/statichhtml/file/59420/inf\\_apr\\_1014.pdf](https://www.cbr.ru/statichhtml/file/59420/inf_apr_1014.pdf).

<sup>15</sup> Вместе с тем для включения акций ПАО в котировальный список эмитент должен соответствовать требованиям к корпоративному управлению. Эти требования установлены Положением ЦБ РФ от 24.02.2016 № 534-П «О допуске ценных бумаг к организованным торгам» и являются обязательными для ПАО. <https://cbr.ru/Queries/UniDbQuery/File/90134?fileId=42>.

<sup>16</sup> Федеральный закон от 03.07.2016 № 343-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «Об акционерных обществах» и Федеральный закон «Об обществах с ограниченной ответственностью» в части регулирования крупных сделок, в совершении которых имеется заинтересованность». [https://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_200727/](https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_200727/).

<sup>17</sup> «Кодекс независимого директора», разработанный Ассоциацией независимых директоров совместно с Российским институтом директоров при поддержке ММВБ, МФК и Торговой палаты Министерства торговли США. [https://legacy.trade.gov/goodgovernance/adobe/Independent%20Director%20Code-Final\\_rus.pdf](https://legacy.trade.gov/goodgovernance/adobe/Independent%20Director%20Code-Final_rus.pdf).

избрания. Многие компании разрабатывали собственные корпоративные кодексы, а некоторые фирмы, особенно выпускавшие американские или глобальные депозитарные расписки (АДР/ГДР), пользовались зарубежными критериями, например из Кодекса корпоративного управления Великобритании<sup>18</sup>. Согласно исследованию PwC<sup>19</sup>, критерии независимости закреплены в документах 70% крупнейших российских публичных компаний, при этом 47% из них опираются на нормы Закона об АО, 42% — Кодекса КП, 15% — британского Кодекса, а 6% используют иные критерии.

Обобщая сказанное, можно увидеть, что развитие института независимых директоров в России характеризовалось быстрым формированием нормативной базы, но также множественностью и необязательностью большинства определений независимости. До 2016 года включительно обязательными были лишь общие критерии Закона об АО, тогда как остальные носили рекомендательный характер либо были обязательными только для отдельных групп компаний (например, с госучастием или с определенным уровнем листинга). Отметим, что нечеткое, недостаточное регулирование в этой области не упоминалось в отечественной юридической литературе с предложениями внести соответствующие нормы в закон [Макарова, 2017; Шаховой, 2015].

### 3. Выборка и данные

#### *Выборка*

Генеральная совокупность исследования включает все российские компании, акции которых обращались на Московской бирже в 2009–2020 годах. Выбор 2009 года в качестве стартового позволяет избежать обсуждения кризиса 2008 года и проблем с низкой прозрачностью компаний в начале 2000-х годов [Berezinets, Muravyev, 2024; Muravyev, 2025]. Верхняя граница обусловлена отсутствием полноценных данных начиная с 2021–2022 годов из-за санкций и отказа многих компаний от публикации отчетности, что фактически закрыло данные по советам директоров и их независимости [Камбаралиева, Муравьев, 2025].

За исследуемый период генеральная совокупность насчитывает 439 компаний и около 3000 ежегодных наблюдений (компаний-

---

<sup>18</sup> UK Corporate Governance Code, 2024. [https://media.frc.org.uk/documents/UK\\_Corporate\\_Governance\\_Code\\_2024\\_a2hmQmY.pdf](https://media.frc.org.uk/documents/UK_Corporate_Governance_Code_2024_a2hmQmY.pdf).

<sup>19</sup> Совет директоров: практика подбора, номинирования и избрания директоров в российских компаниях. Исследование, подготовленное для круглого стола ОЭСР по корпоративному управлению в России 25–26 октября 2012 года. М.: PWC, 2012.

годов)<sup>20</sup>. При среднем размере совета директоров около 10 человек полный анализ генеральной совокупности потребовал бы ручной проверки независимости примерно 25 тыс. директоров. Учитывая масштаб работы, мы сформировали 20-процентную выборку из генеральной совокупности, включающую 271 компанию, 596 наблюдений (компаний-годов) и более 5000 записей о директорах, независимость которых подлежит проверке. Выборка была сформирована случайным образом со стратификацией по годам (12 лет), отраслям (7 агрегированных категорий) и уровню листинга на Московской бирже (три категории), что позволяет достаточно полно отразить характеристики генеральной совокупности. Подробная структура данных приведена в приложениях 1 и 2.

Размер компании не учитывался при отборе явным образом, но мы полагали, что случайный отбор в условиях стратификации по отраслям и уровню листинга (который потенциально коррелирован с размером компании) минимизирует возможные смещения. Выборка представляет собой повторные пространственные срезы, имеющие, впрочем, существенную панельную компоненту (496 наблюдений по 171 компании).

Несмотря на потенциальные проблемы выборочного метода (ошибка выборки, незначительный объем данных по группам), мы полагаем, что нами сделан значительный шаг вперед по сравнению с большинством российских исследований, основанных на небольших выборках (30, 50, 100 крупнейших компаний) с нечеткими критериями формирования, которые, скорее всего, нерепрезентативны и могут давать смещенные оценки для генеральной совокупности публичных компаний [Muravyev, 2017]<sup>21</sup>.

### *Данные*

Для каждой компании, включенной в выборку, данные о ее совете директоров (ФИО директора, год его рождения, доля в капитале, опыт работы за пять лет на начало третьего квартала каждого года)<sup>22</sup> взяты из базы СКРИН<sup>23</sup>. После ручной и машинной обработки первичных данных (соответствующие алгоритмы описаны, например, в [Камбаралиева, 2025; Muravyev, 2017]) был сформирован базовый массив, содержащий информацию о каж-

<sup>20</sup> Данные получены с сайта Московской биржи. <https://www.moex.com/>.

<sup>21</sup> Примеры исследований на российских (нерепрезентативных) данных см. в: [Роров, 2024], где проанализированы данные по 100 компаниям; [Zavertiaeva et al., 2024], где использованы данные по 77 компаниям; [Soboleva et al., 2024], где анализ выполнен на данных по 32 компаниям из листинга Московской биржи.

<sup>22</sup> Данные характеризуют советы директоров, избранные на очередных годовых собраниях акционеров, которые, как правило, проводятся в апреле — июне.

<sup>23</sup> <https://kontraget.skrin.ru/>.

дом из 5080 директоров: о его поле, возрасте, гражданстве и выполнении функций председателя совета.

Отсутствие в базе СКРИН какой-либо маркировки независимых директоров и информации об их соответствии критериям независимости потребовало решения двух задач: (1) определить, кого компания считает независимым директором; (2) проверить соответствие этих директоров базовым критериям независимости согласно Кодексу КУ от 2014 года.

Для первой задачи были вручную проанализированы годовые и квартальные отчеты компаний, отчеты о соблюдении Кодекса КУ, сообщения о существенных фактах. Директор маркировался как «независимый по мнению компании», если он указывался таковым хотя бы в одном из официальных документов компании либо неявно подразумевался независимым в сообщениях типа «все члены совета директоров, за исключением генерального директора, являются независимыми».

Для второй задачи использовались информация о биографиях директоров из отчетов, доступных в СКРИН, а также данные из бизнес-прессы и других источников в интернете. Это позволило вручную проверить соответствие каждого объявленного независимым директора ключевым критериям независимости.

Важно подчеркнуть, что, опираясь на общедоступные данные, мы не имели возможности выполнить функции комитетов по назначениям (на которые возлагается проверка независимости членов совета) и безошибочно оценить независимость директоров по всем критериям. Тем не менее публичной информации было достаточно для проверки (хотя бы частичной) их соответствия базовым критериям, прописанным в параграфах 102–107 части «Б» Кодекса КУ от 2014 года, а именно:

- 1) отсутствие трудовых отношений с компанией помимо членства в ее совете директоров;
- 2) срок работы в совете директоров (не более 7 лет);
- 3) доля в капитале компании (не более 1%);
- 4) несвязанность с существенным акционером / управляющей организацией;
- 5) несвязанность с существенным контрагентом или конкурентом общества;
- 6) несвязанность с государством;
- 7) достаточная квалификация для вынесения независимых суждений;
- 8) отсутствие родственных связей с высшим менеджментом компании.

Это далеко не полный перечень требований, предъявляемых к независимым директорам в редакциях Кодексов КУ 2002 и 2014 годов. Однако применение именно этих критериев является вынужденной мерой, обусловленной ограниченностью публично доступной информации о директорах компаний (и никоим образом не мотивировано субъективной оценкой существенности того или иного критерия с нашей стороны). Как следствие, мы не можем выделить все случаи, когда директора, объявленные компанией независимыми, не являются таковыми. Иными словами, в результате анализа доля истинно независимых директоров была, скорее всего, переоценена, а доля квазинезависимых — недооценена. Признавая это важное ограничение анализа, мы подчеркиваем его вынужденный характер.

В результате сбора данных и проверки директоров по восьми критериям независимости были сформированы ключевые переменные: статус директора с точки зрения компании и его соответствие критериям независимости, — что позволило выделить истинно независимых и квазинезависимых директоров. Далее были созданы переменные, отражающие число и долю каждой категории директоров в совете, и добавлены дополнительные переменные, характеризующие корпоративное управление компании, ее финансовые показатели, выпуск АДР, уровень листинга, отрасль и др.

#### **4. Результаты анализа**

##### ***Раскрытие компаниями информации о независимости директоров***

При сборе данных были выявлены три основные проблемы раскрытия информации о независимых директорах.

Во-первых, неполнота информации: компании редко указывают все необходимые данные (количество независимых директоров, их ФИО, используемые критерии). Часто сообщается только общее число и ФИО директоров без указания критериев (как, например, в годовом отчете ПАО «Отисифарм» за 2015 год) либо только количество директоров без перечня имен (как в отчете о соблюдении Кодекса КП за 2010 год ОАО АКБ «Росбанк»). Наиболее проблематичны случаи, когда компания формально декларирует соблюдение рекомендаций о независимых директорах, не раскрывая их имен или числа. Мы исходили из того, что такой сигнал вполне может быть ложным, и при отсутствии конкретных данных в дополнительных источниках число независимых директоров принимали равным нулю. Пример — ОАО «Челябинский металлургический комбинат», которое в отчете о соблюдении Ко-

декса КП за 2012 год заявило о соблюдении этой нормы, не предоставив дополнительных сведений.

Вторая проблема — противоречия между отчетами компаний о количестве независимых директоров: в годовых и квартальных отчетах и отчетах о соблюдении кодексов часто имеются расхождения по этому параметру. Например, ПАО «Ставропольэнергосбыт» в годовом отчете за 2019 год указало, что все директора (кроме генерального) независимы, а в отчете за третий квартал 2019 года независимыми названы только четыре из семи директоров.

Третья проблема — множественность дефиниций независимого директора, используемых компаниями, что часто порождает противоречия в их собственных отчетах. Например, ПАО «Химпром» в четвертом квартале 2016 года руководствовалось статьей 83 Закона об АО, ПАО «Русгидро» в 2009 году — Британским кодексом, а ПАО «ГМК «Норильский никель»» в 2012 году — «наиболее консервативными критериями». Подобная практика приводила к разночтениям даже в рамках одной компании: так, «РАО ЭС Востока» в 2016 году в годовом отчете указывала на отсутствие независимых директоров по Кодексу КУ, а в квартальных — что все директора независимы по Закону об АО.

Наконец, встречаются случаи использования устаревших критериев независимости после их официальной отмены. Так, МГТС в отчете о соблюдении Кодекса КУ за 2017 год ссылаясь на уже не действующую статью 83 Закона об АО, утверждая, что большинство ее директоров независимы по этому стандарту, хотя в том же отчете признавалось их несоответствие критериям Кодекса.

### ***Описательная статистика независимых и квазинезависимых директоров***

В собранной базе данных из 5080 записей о директорах компаний как независимые маркированы 1257 человек (24,74%). Из них, по нашим оценкам, истинно независимыми являются 677 директоров (53,86%), а квазинезависимыми — 580 (46,15%). Доля квазинезависимых директоров оказывается очень высокой даже с учетом ограниченности доступной информации, которая не позволяет выявить все случаи несоответствия этого параметра критериям Кодекса КУ.

Критерий, нарушаемый наиболее часто, — несвязанность директоров с существенным акционером компании — 62,4% случаев. Значительно реже встречаются нарушения по другим критериям: несвязанность с контрагентом компании — 9,8% случаев, отсутствие трудовых отношений с компанией — 8,9%, длительный срок пребывания в совете — 7,9%, несвязанность с государст-

вом — 7,6%. Случаи существенного участия директоров в капитале, родственных связей и недостаточной квалификации носят единичный характер. Преобладание связи с существенным акционером как причины отнесения директора к категории квазине независимых указывает на риск того, что совет может действовать в интересах крупных собственников, а не всех акционеров.

Опираясь на данные на уровне директоров, можно сравнить две их группы по ряду доступных характеристик: полу, возрасту, иностранному гражданству, доле в капитале компании, работе в должности председателя совета. Результаты сравнения средних значений указанных параметров и проверка значимости их разностей представлены в табл. 1.

Т а б л и ц а 1

## Сравнение характеристик истинно независимых и квазине независимых директоров

T a b l e 1

## Comparison of Characteristics of Truly Independent and Quasi-Independent Directors

| Переменная               | Истинно независимые, среднее | Квазине независимые, среднее | Разница   |
|--------------------------|------------------------------|------------------------------|-----------|
| Возраст                  | 51,003                       | 45,144                       | 5,859***  |
| Пол                      | 0,097                        | 0,159                        | -0,062*** |
| Иностранное гражданство  | 0,289                        | 0,062                        | 0,227***  |
| Доля в капитале компании | 0,001                        | 0,136                        | -0,135*   |
| Председатель совета      | 0,046                        | 0,045                        | 0,001     |

Примечания: 1. Число наблюдений равно 677 для истинно независимых и 580 — для квазине независимых директоров. 2. Для бинарных переменных используется z-тест для пропорций, для непрерывных — t-тест с опцией разных дисперсий. 3. Уровни значимости помечены звездочками: \* — 10%, \*\*\* — 1%.

Источник: расчеты авторов.

Из таблицы следует, что истинно независимые директора в среднем почти на шесть лет старше квазине независимых (разница статистически значима). В их группе значимо выше доля мужчин и иностранцев, а различия по доле в капитале компании между группами значимы на уровне 10%. При этом не наблюдается различий в частоте занятия директорами позиции председателя совета. В целом можно констатировать существенные различия двух этих групп по социально-демографическим характеристикам, которые могут влиять на эффективность совета (например, если интерпретировать возраст как меру опыта).

Затем на основе данных на уровне компаний были рассчитаны показатели наличия, количества и доли каждой категории независимых директоров в совете, а также переменные корпоративного

управления, финансового положения, листинга, отрасли и др. Декриптивная статистика этих переменных приведена в табл. 2.

Т а б л и ц а 2

## Дескриптивная статистика переменных

Table 2

## Descriptive Statistics of Variables

| Переменная  | Среднее | Медиана | Стандартное отклонение | Минимум | Максимум |
|---|---------|---------|------------------------|---------|----------|
| Дамми для компаний с независимыми директорами   | 0,606   | 1       | 0,489                  | 0       | 1        |
| Дамми для компаний с истинно независимыми директорами                                   | 0,483   | 0       | 0,500                  | 0       | 1        |
| Дамми для компаний с квазинезависимыми директорами                                      | 0,341   | 0       | 0,474                  | 0       | 1        |
| Число независимых директоров (чел.)   | 2,109   | 2       | 2,354                  | 0       | 12       |
| Число истинно независимых директоров (чел.)   | 1,136   | 0       | 1,527                  | 0       | 7        |
| Число квазинезависимых директоров (чел.)  | 0,973   | 0       | 1,887                  | 0       | 12       |
| Доля независимых директоров   | 0,240   | 0,182   | 0,262                  | 0       | 1        |
| Доля истинно независимых директоров   | 0,129   | 0       | 0,171                  | 0       | 0,857    |
| Доля квазинезависимых директоров  | 0,111   | 0       | 0,209                  | 0       | 1        |
| Размер совета директоров (чел.)   | 8,523   | 9       | 2,278                  | 5       | 18       |
| Дамми для комитета по назначениям с лагом в 1 год                                       | 0,401   | 0       | 0,486                  | 0       | 1        |
| Дамми для наличия правления   | 0,458   | 0       | 0,499                  | 0       | 1        |
| Дамми для управляющей организации   | 0,134   | 0       | 0,341                  | 0       | 1        |
| Доля крупнейшего акционера в капитале (%)   | 54,871  | 52      | 24,297                 | 7,200   | 100      |
| Дамми для крупнейшего акционера — государства (прямая госсобственность)                 | 0,039   | 0       | 0,193                  | 0       | 1        |
| Дамми для крупнейшего акционера — государственной компании (косвенная госсобственность) | 0,275   | 0       | 0,447                  | 0       | 1        |
| Дамми для крупнейшего акционера — российского физического лица                          | 0,092   | 0       | 0,290                  | 0       | 1        |
| Дамми для крупнейшего акционера — российского частного юридического лица                | 0,334   | 0       | 0,472                  | 0       | 1        |
| Дамми для крупнейшего акционера — иностранного лица                                     | 0,260   | 0       | 0,439                  | 0       | 1        |
| Суммарная доля прямой государственной собственности (%)                                 | 2,459   | 0       | 11,133                 | 0       | 88,040   |
| Суммарная доля косвенной государственной собственности (%)                              | 16,619  | 0       | 28,818                 | 0       | 99,995   |
| Суммарная доля российских физических лиц (%)  | 6,265   | 0       | 18,131                 | 0       | 98,370   |
| Суммарная доля российских юридических лиц (%)   | 36,170  | 23,270  | 36,612                 | 0       | 100      |
| Суммарная доля иностранных лиц (%)  | 19,786  | 0       | 30,002                 | 0       | 100      |
| Дамми для компаний с двумя типами акций   | 0,297   | 0       | 0,457                  | 0       | 1        |

## О к о н ч а н и е т а б л и ц ы 2

| Переменная  | Среднее | Медиана | Стандартное отклонение | Минимум | Максимум |
|---|---------|---------|------------------------|---------|----------|
| Дамми для компаний с АДР  | 0,181   | 0       | 0,386                  | 0       | 1        |
| Рентабельность активов (налогооблагаемая прибыль к стоимости активов) с лагом в 1 год | 0,028   | 0,025   | 0,136                  | -0,451  | 0,418    |
| Финансовый рычаг (долг к активам) с лагом в 1 год                                     | 0,613   | 0,635   | 0,341                  | 0,002   | 2,019    |
| Логарифм стоимости активов с лагом в 1 год  | 23,120  | 23,219  | 2,686                  | 11,073  | 30,312   |

*Примечание.* Число наблюдений равно 596, кроме коэффициента Тобина, где оно составляет 554 из-за отсутствия у некоторых компаний рыночной капитализации (по методике Московской биржи).

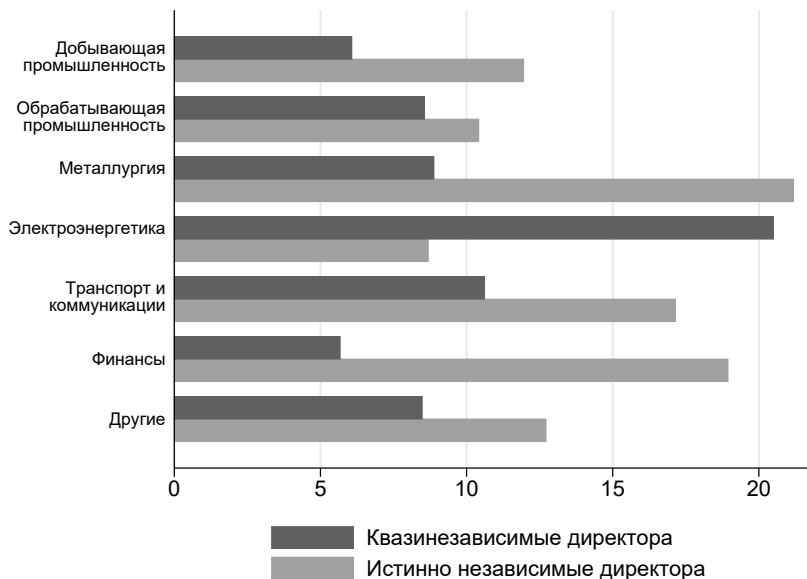
*Источник:* расчеты авторов.

Согласно этим данным, независимые директора заявлены в 60,6% компаний выборки, при этом истинно независимые есть в 48,3%, а квазинезависимые — в 34,1%. Среднее число независимых директоров составляет 2,11, истинно независимых — 1,14, квазинезависимых — 0,97, а их доли в совете — 24,0, 12,9 и 11,1% соответственно. В 40,1% компаний создан комитет по номинациям, в 45,8% имеется правление, а в 13,4% полномочия исполнительного органа переданы управляющей организации.

В компаниях выборки крупнейшему акционеру в среднем принадлежит 54,9% акций, и им в 33,4% случаев является российское юридическое лицо, в 27,5% случаев — компания, контролируемая государством, в 26% — иностранная фирма, в 9,2% — российский гражданин и в 3,9% — государство. Компании в среднем прибыльны (среднее значение рентабельности активов составляет 2,8%) и имеют умеренный уровень долга (61,3% балансовой стоимости активов).

Распределение долей истинно и квазинезависимых директоров по секторам и уровню листинга компаний показано на рис. 1 и 2. Согласно рис. 1, доля квазинезависимых директоров существенно выше в компаниях электроэнергетики, а из рис. 2 следует, что соотношение долей квазинезависимых и истинно независимых директоров минимально в компаниях 1-го уровня листинга и максимально — в компаниях 3-го уровня. Однако максимальная доля квазинезависимых директоров отмечена в компаниях 2-го уровня листинга.

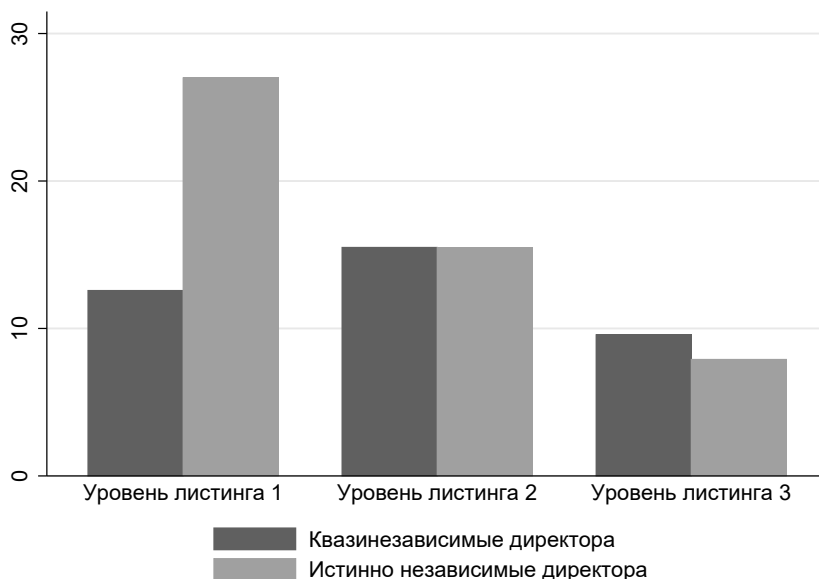
Согласно рис. 3, доля заявляемых компаниями независимых директоров варьируется в широких пределах без выраженного тренда. При этом со временем видны рост доли истинно независимых директоров с 10 до 16% и снижение доли квазинезависимых — с 18% в начале периода до менее чем 10% к его концу.



Источник: расчеты авторов.

Рис. 1. Доли квазине независимых и истинно независимых директоров в компаниях в отраслевом разрезе (%)

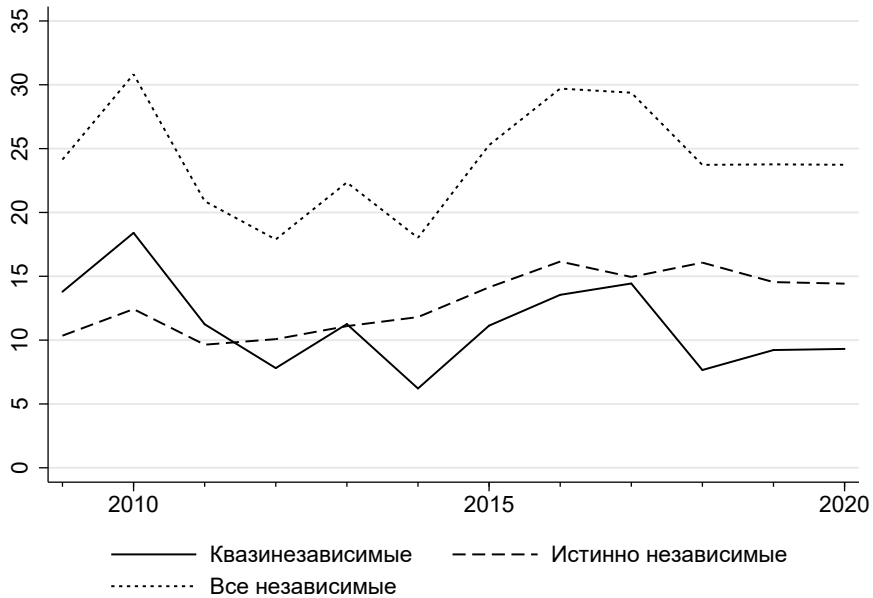
Fig. 1. Share of Quasi-Independent and Independent Directors by Industry (%)



Источник: расчеты авторов.

Рис. 2. Доли квазине независимых и истинно независимых директоров в компаниях по уровню листинга (%)

Fig. 2. Share of Quasi-Independent and Independent Directors by Listing Level (%)



Источник: расчеты авторов.

Рис. 3. Доли квазине независимых и истинно независимых директоров во временном аспекте (%)

Fig. 3. Share of Quasi-Independent and Independent Directors Over Time (%)

Парные коэффициенты корреляции между переменными (приведены в приложении 3) показывают тесную связь между долей независимых директоров, показателями корпоративного управления и характеристиками фирм. Для квазине независимых директоров эта связь незначима на уровне 0,1%, что может указывать на случайный характер их назначения. Однако для подтверждения этого вывода требуется более глубокий анализ с учетом множественных связей между переменными.

### Эконометрический анализ

#### Факторы назначения квазине независимых директоров

На основе теории корпоративного управления мы выделяем следующие потенциальные факторы, которые могут определять избрание квазине независимых директоров в совет.

- Структура собственности. Правом выдвижения кандидатов обладают акционеры с долей не менее 2% голосов (пункт 2 статьи 53 Закона об АО). Здесь существенны как концентрация собственности, так и идентичность акционеров. Важ-

ным параметром при этом может быть соотношение долей первого и второго крупнейших акционеров, поскольку присутствие второго крупного собственника может сдерживать оппортунизм первого.

- Структура управления. Сюда входят размер совета, наличие комитета по назначениям, наличие в компании правления, передача функций исполнительного органа управляющей организации.
- Финансовые показатели. Низкая рентабельность компании может ограничивать ее возможности по привлечению квалифицированных независимых директоров, а высокие уровни задолженности — стимулировать кредиторов к участию в управлении через представительство в совете.
- Уровень листинга. Правила листинга Московской биржи требуют наличия как минимум трех независимых директоров в компаниях 1-го уровня листинга и двух — в компаниях 2-го уровня.
- Контрольные переменные. Это размер фирмы (крупные компании могут располагать большими ресурсами для привлечения истинно независимых директоров), отрасль, наличие АДР, выпуск акций разных типов. Последнее часто считается недостатком корпоративного управления, усиливающим разрыв между правами собственности и контролем крупнейшего акционера [Муравьев, Телятников, 2024], что может способствовать назначению квазинезависимых директоров.

### *Эконометрическая спецификация*

Основным методом в этой части работы является регрессионный анализ с двумя зависимыми переменными: (1) бинарным индикатором наличия хотя бы одного квазинезависимого директора в совете и (2) долей таких директоров в совете.

Для первой переменной мы используем модель пробит, которая может быть записана в следующем виде:

$$\text{Prob}(\text{Quasi\_indep\_dummy}_{it} = 1) = \Phi(\alpha + X_{it}\beta + Z_{it-1}\varphi + \text{ind} + \text{year}), \quad (1)$$

где  $\Phi$  — интегральная функция распределения (CDF) стандартного нормального распределения, вектор  $X_{it}$  отражает детерминанты независимости совета, вектор  $Z_{it-1}$  — финансовые показатели, а также переменные, указывающие на наличие комитета по номинациям, правления и управляющей организации с лагом в 1 год во избежание эндогенности (например, при формировании нового

совета значимо влияние комитета предыдущего созыва, оценивавшего кандидатов). Такой подход исключает обратную причинно-следственную связь, поскольку состав совета директоров текущего года не может влиять на показатели прошлого периода. В модель также включены фиксированные эффекты отраслей (*ind*) и времени (*year*).

Для второй переменной, рассчитанной для всей совокупности компаний и имеющей резкий выброс в нуле (когда у значительного числа компаний нет квазинезависимых директоров в совете), используется модель тобит с цензурированием слева (в нуле):

$$\begin{aligned}
 Quasi\_indep\_share_{it}^* &= \alpha + X_{it}\beta + Z_{it-1}\varphi + ind + year + \varepsilon_{it} \\
 Quasi\_indep\_share_{it} &= \begin{cases} Quasi\_indep\_share_{it}^*, & \text{если } Quasi\_indep\_share_{it}^* > 0 \\ 0, & \text{если } Quasi\_indep\_share_{it}^* \leq 0 \end{cases}, \quad (2)
 \end{aligned}$$

где зависимой переменной выступает доля квазинезависимых директоров *Quasi\_indep\_share*, представляющая цензурированную в нуле латентную непрерывно распределенную переменную *Quasi\_indep\_share\**. Список объясняющих переменных в этой модели тот же, что и в модели (1).

Мы оцениваем параметры этих моделей: (1) на всей выборке компаний и (2) на подвыборке только тех компаний, которые заявили наличие независимых директоров.

#### Результаты эконометрического анализа

Результаты оценивания пробит-моделей для всей выборки представлены в табл. 3.

Т а б л и ц а 3

#### Результаты пробит-модели (вся выборка)

T a b l e 3

#### Probit Model Results (Full Sample)

| Переменная  | Дамми для компаний с квазинезависимыми директорами |                   |                   |                   |
|---|--|-------------------|-------------------|-------------------|
|   | (1)  | (2)               | (3)               | (4)               |
| Размер совета директоров (наблюдательного совета) | -0,011<br>(0,010)                                  | -0,010<br>(0,011) | -0,008<br>(0,011) | -0,009<br>(0,010) |
| Дамми для комитета по назначениям с лагом в 1 год | 0,041<br>(0,059)                                   | 0,036<br>(0,060)  | 0,036<br>(0,059)  | 0,081<br>(0,055)  |
| Дамми для наличия правления                       | 0,068<br>(0,047)                                   | 0,069<br>(0,048)  | 0,073<br>(0,048)  | 0,070<br>(0,047)  |

## Продолжение таблицы 3

| Переменная  | Дамми для компаний с квазинезависимыми директорами |                      |                      |                      |
|---|--|----------------------|----------------------|----------------------|
|   | (1)  | (2)                  | (3)                  | (4)                  |
| Дамми для управляющей организации   | -0,081<br>(0,061)                                  | -0,079<br>(0,061)    | -0,098<br>(0,061)    | -0,083<br>(0,061)    |
| Доля крупнейшего акционера  | -0,002**<br>(0,001)                                |                      |                      | -0,002***<br>(0,001) |
| Доля крупнейшего акционера × Дамми для крупнейшего акционера — государства                            |  | -0,003*<br>(0,002)   |                      |                      |
| Доля крупнейшего акционера × Дамми для крупнейшего акционера — государственной компании               |  | -0,002**<br>(0,001)  |                      |                      |
| Доля крупнейшего акционера × Дамми для крупнейшего акционера — российского физического лица           |  | -0,000<br>(0,001)    |                      |                      |
| Доля крупнейшего акционера × Дамми для крупнейшего акционера — российского частного юридического лица |  | -0,002**<br>(0,001)  |                      |                      |
| Доля крупнейшего акционера × Дамми для крупнейшего акционера — иностранного лица                      |  | -0,002*<br>(0,001)   |                      |                      |
| Суммарная доля прямой государственной собственности   |  |                      | -0,003*<br>(0,002)   |                      |
| Суммарная доля косвенной государственной собственности  |  |                      | -0,001<br>(0,001)    |                      |
| Суммарная доля российских физических лиц  |  |                      | 0,002<br>(0,001)     |                      |
| Суммарная доля российских юридических лиц   |  |                      | -0,001<br>(0,001)    |                      |
| Суммарная доля иностранных лиц  |  |                      | -0,001<br>(0,001)    |                      |
| Дамми для компаний с двумя типами акций   | -0,037<br>(0,042)                                  | -0,034<br>(0,042)    | -0,037<br>(0,042)    | -0,060<br>(0,042)    |
| Дамми для компаний с АДР  | 0,120**<br>(0,059)                                 | 0,116*<br>(0,060)    | 0,111*<br>(0,060)    | 0,136**<br>(0,056)   |
| Рентабельность активов с лагом в 1 год  | -0,497***<br>(0,136)                               | -0,518***<br>(0,137) | -0,568***<br>(0,135) | -0,511***<br>(0,136) |
| Финансовый рычаг с лагом в 1 год  | -0,039<br>(0,054)                                  | -0,043<br>(0,055)    | -0,045<br>(0,055)    | -0,048<br>(0,054)    |
| Логарифм стоимости активов с лагом в 1 год  | 0,001<br>(0,010)                                   | 0,004<br>(0,011)     | 0,009<br>(0,011)     | 0,008<br>(0,010)     |
| Дамми для компаний 1-го уровня листинга   | 0,109<br>(0,070)                                   | 0,105<br>(0,070)     | 0,113<br>(0,071)     |                      |
| Дамми для компаний 2-го уровня листинга   | 0,142**<br>(0,056)                                 | 0,140**<br>(0,057)   | 0,152***<br>(0,056)  |                      |
| <i>p</i> -значение теста на совместную значимость переменных собственности                            | 0,010  | 0,159                | 0,011                | 0,002                |
| <i>p</i> -значение теста на совместную значимость переменных уровня листинга                          | 0,040  | 0,048                | 0,025                |                      |
| <i>p</i> -значение теста на совместную значимость переменных отрасли                                  | 0,000  | 0,000                | 0,000                | 0,000                |
| <i>p</i> -значение теста на совместную значимость переменных годов наблюдения                         | 0,015  | 0,013                | 0,027                | 0,016                |

## О к о н ч а н и е т а б л и ц ы 3

| Переменная       | Дамми для компаний с квазинезависимыми директорами |       |       |       |
|------------------|--|-------|-------|-------|
|                  | (1)  | (2)   | (3)   | (4)   |
| Псевдо- $R^2$    | 0,162  | 0,164 | 0,171 | 0,154 |
| Число наблюдений | 596  | 596   | 596   | 596   |

*Примечания:* 1. В графах указаны значения предельных эффектов, в скобках — робастные стандартные ошибки. 2. Уровни значимости помечены звездочками: \* — 10%, \*\* — 5%, \*\*\* — 1%.

*Источник:* расчеты авторов.

В графе (1) таблицы в качестве регрессора выступает доля крупнейшего акционера в капитале компании, коэффициент при котором отрицательный и статистически значимый, что может объясняться тем, что многие компании с доминирующим акционером указывают, что их модель корпоративного управления не подразумевает назначения независимых директоров. Так, ПАО «Камчатскэнерго» в отчете за 2020 год указывает, что все члены совета его директоров — представители мажоритарного акционера и не являются независимыми.

Неожиданное отрицательное влияние результативности компаний в предыдущий период на вероятность избрания в совет квазинезависимых директоров допускает следующую интерпретацию: компании с низкой рентабельностью активов могут сталкиваться с трудностями при привлечении истинно независимых директоров. Причинами этого могут быть нежелание квалифицированных кандидатов ассоциировать себя с проблемными фирмами из-за репутационных рисков, а также неспособность таких компаний предложить им конкурентоспособное вознаграждение. В результате для формального соответствия требованиям регулятора эти компании прибегают к назначению квазинезависимых директоров.

Регрессионный анализ также показал, что вероятность назначения квазинезависимых директоров выше в компаниях с выпуском АДР и в компаниях 2-го уровня листинга по сравнению с компаниями 3-го уровня (выбранными в качестве базовой категории). Иными словами, гипотетический переход компаний с 3-го уровня листинга на 2-й (при прочих равных условиях) влияет на вероятность появления квазинезависимых директоров в совете. Это можно объяснить необходимостью формального соответствия более жестким требованиям, предъявляемым к компаниям 2-го уровня листинга. В свою очередь, компании с АДР часто руководствуются зарубежными стандартами, критерии независимости в которых могут отличаться от критериев Кодекса КУ.

Среди контрольных переменных значимой оказалась отраслевая принадлежность. Вероятность назначения квазинезависимых директоров особенно высока в электроэнергетике и относительно низка в металлургии и секторах транспорта и телекоммуникаций (по сравнению с обрабатывающей промышленностью, выбранной базовой категорией). Модель также демонстрирует значимые эффекты времени, но устойчивой динамики при этом не прослеживается<sup>24</sup>.

В графе (2) тип крупнейшего акционера подразделяется на категории: государство, государственная компания, российское физическое лицо, российское юридическое лицо, иностранный гражданин или юридическое лицо. Размер пакета акций крупнейшего акционера включен в модель в виде интеракций с дамми-переменными для типа акционера. Все пять коэффициентов отрицательны и совместно статистически значимы, хотя индивидуально значимы лишь три из них. При этом попарные сравнения с помощью тестов не выявили существенных различий между типами собственников. Таким образом, концентрация собственности оказывает отрицательное влияние на вероятность назначения квазинезависимых директоров в совет безотносительно к ее типу.

В графе (3) представлена совокупная доля крупных акционеров ( $\geq 5\%$ ) в разрезе типов собственников. Согласно результатам, четыре из пяти коэффициентов отрицательны, при этом статистически значимым из них (на уровне 10%) оказывается только доля прямого государственного участия. Таким образом, увеличение доли государства в капитале компании снижает вероятность назначения квазинезависимых директоров, что, вероятно, объясняется более строгой политикой в отношении госкомпаний, в более ранние сроки уточнившей для них критерии независимости.

Спецификация в графе (4) идентична приведенной в графе (1), но исключает переменные уровня листинга во избежание потенциальной эндогенности (уровень листинга может зависеть от наличия в компании независимых директоров). Эффекты других переменных остаются неизменными.

Отметим также, что спецификации с квадратом доли крупнейшего акционера (для тестирования нелинейной связи) и долей второго крупнейшего акционера не дали новых значимых результатов.

Результаты оценивания тобит-модели (табл. 4) в целом согласуются с результатами, полученными в пробит-спецификациях. Основными различиями между ними являются: во-первых, отрицательный и статистически значимый на 10-процентном уров-

---

<sup>24</sup> Эти результаты можно получить у авторов по запросу.

не эффект размера наблюдательного совета в графах (1) и (4) для тобит-модели — доля квазинезависимых директоров снижается с увеличением размера совета; во-вторых, положительный и значимый на 10-процентном уровне эффект доли капитала, принадлежащей российским физическим лицам, — с ее ростом доля квазинезависимых директоров в совете увеличивается.

Т а б л и ц а 4

## Результаты тобит-модели (вся выборка)

T a b l e 4

## Tobit Model Results (Full Sample)

| Переменная  | Доля квазинезависимых директоров |                     |                    |                      |
|---|----------------------------------|---------------------|--------------------|----------------------|
|   | (1)                              | (2)                 | (3)                | (4)                  |
| Размер совета директоров (наблюдательного совета)   | -0,025*<br>(0,014)               | -0,021<br>(0,014)   | -0,020<br>(0,014)  | -0,022*<br>(0,013)   |
| Дамми для комитета по назначениям с лагом в 1 год   | 0,048<br>(0,073)                 | 0,037<br>(0,074)    | 0,041<br>(0,074)   | 0,084<br>(0,070)     |
| Дамми для наличия правления   | 0,052<br>(0,059)                 | 0,054<br>(0,060)    | 0,061<br>(0,060)   | 0,055<br>(0,059)     |
| Дамми для управляющей организации   | -0,092<br>(0,076)                | -0,093<br>(0,076)   | -0,109<br>(0,077)  | -0,092<br>(0,076)    |
| Доля крупнейшего акционера  | -0,002**<br>(0,001)              |                     |                    | -0,003***<br>(0,001) |
| Доля крупнейшего акционера × Дамми для крупнейшего акционера — государства                            |                                  | -0,005**<br>(0,002) |                    |                      |
| Доля крупнейшего акционера × Дамми для крупнейшего акционера — государственной компании               |                                  | -0,002**<br>(0,001) |                    |                      |
| Доля крупнейшего акционера × Дамми для крупнейшего акционера — российского физического лица           |                                  | 0,000<br>(0,002)    |                    |                      |
| Доля крупнейшего акционера × Дамми для крупнейшего акционера — российского частного юридического лица |                                  | -0,002*<br>(0,001)  |                    |                      |
| Доля крупнейшего акционера × Дамми для крупнейшего акционера — иностранного лица                      |                                  | -0,002<br>(0,001)   |                    |                      |
| Суммарная доля прямой государственной собственности   |                                  |                     | -0,004*<br>(0,002) |                      |
| Суммарная доля косвенной государственной собственности  |                                  |                     | -0,001<br>(0,002)  |                      |
| Суммарная доля российских физических лиц  |                                  |                     | 0,003*<br>(0,002)  |                      |
| Суммарная доля российских юридических лиц   |                                  |                     | -0,001<br>(0,001)  |                      |
| Суммарная доля иностранных лиц  |                                  |                     | -0,001<br>(0,002)  |                      |
| Дамми для компаний с двумя типами акций   | 0,010<br>(0,053)                 | 0,012<br>(0,053)    | 0,012<br>(0,053)   | -0,013<br>(0,051)    |
| Дамми для компаний с АДР  | 0,147**<br>(0,072)               | 0,143**<br>(0,072)  | 0,131*<br>(0,072)  | 0,153**<br>(0,069)   |

## О к о н ч а н и е т а б л и ц ы 4

| Переменная  | Доля квазинезависимых директоров |                      |                      |                      |
|---|----------------------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
|   | (1)                              | (2)                  | (3)                  | (4)                  |
| Рентабельность активов с лагом в 1 год  | -0,676***<br>(0,186)             | -0,713***<br>(0,189) | -0,767***<br>(0,190) | -0,684***<br>(0,185) |
| Финансовый рычаг с лагом в 1 год  | -0,040<br>(0,071)                | -0,048<br>(0,072)    | -0,054<br>(0,072)    | -0,049<br>(0,071)    |
| Логарифм стоимости активов с лагом в 1 год                                    | 0,002<br>(0,013)                 | 0,008<br>(0,014)     | 0,012<br>(0,014)     | 0,009<br>(0,013)     |
| Дамми для компаний 1-го уровня листинга                                       | 0,098<br>(0,087)                 | 0,093<br>(0,087)     | 0,104<br>(0,087)     |                      |
| Дамми для компаний 2-го уровня листинга                                       | 0,143**<br>(0,070)               | 0,142**<br>(0,071)   | 0,154**<br>(0,071)   |                      |
| <i>p</i> -значение теста на совместную значимость переменных собственности    | 0,025                            | 0,164                | 0,042                | 0,008                |
| <i>p</i> -значение теста на совместную значимость переменных уровня листинга  | 0,127                            | 0,135                | 0,093                |                      |
| <i>p</i> -значение теста на совместную значимость переменных отрасли          | 0,000                            | 0,000                | 0,000                | 0,000                |
| <i>p</i> -значение теста на совместную значимость переменных годов наблюдения | 0,096                            | 0,092                | 0,114                | 0,089                |
| Псевдо- $R^2$   | 0,152                            | 0,156                | 0,161                | 0,146                |
| Число наблюдений  | 596                              | 596                  | 596                  | 596                  |

*Примечания:* 1. В графах указаны коэффициенты регрессии, в скобках — робастные стандартные ошибки. 2. Уровни значимости помечены звездочками: \* — 10%, \*\* — 5%, \*\*\* — 1%.

*Источник:* расчеты авторов.

Анализ подвыборки компаний, заявивших о наличии независимых директоров (табл. 5 и 6), выявил существенные отличия от предыдущих результатов. Важнейшим из них является значимое влияние комитета по назначениям: его наличие снижает как вероятность назначения квазинезависимых директоров, так и их долю в совете, что подтверждает эффективность этого института, к функциям которого относится проверка соответствия кандидатов в совет критериям независимости. У других факторов ограниченная роль: значимость наличия правления в пробит-модели на 10-процентном уровне предполагает возможность назначения квазинезависимых директоров под влиянием исполнительного руководства, а значимость наличия двух типов акций в тобит-модели на уровне 10% — возможность разрыва между правами собственности и контролем, влекущая за собой предпосылки для извлечения частных выгод через назначения квазинезависимых директоров в совет. При этом переменные уровня листинга утрачивают значимость.

Результаты регрессионного анализа остаются устойчивыми и при использовании сокращенного количества объясняющих переменных, а значения парных коэффициентов корреляции между

объясняющими переменными (приложение 3) не вызывают опасений относительно мультиколлинеарности. С целью учета ненаблюдаемой гетерогенности компаний мы также оценили логит-модели со случайными и фиксированными эффектами для панельной части выборки (496 наблюдений по 171 компании). Тест Хаусмана подтвердил состоятельность модели со случайными эффектами, а полученные предельные эффекты оказались близки к представленным в основных результатах (см. табл. 3)<sup>25</sup>.

Т а б л и ц а 5

## Результаты пробит-модели (выборка компаний, заявивших независимых директоров)

T a b l e 5

## Probit Model Results (Subsample of Companies Reporting Independent Directors)

| Переменная  | Дамми для компаний с квазинезависимыми директорами |                     |                     |                      |
|---|--|---------------------|---------------------|----------------------|
|   | (1)  | (2)                 | (3)                 | (4)                  |
| Размер совета директоров (наблюдательного совета)   | -0,015<br>(0,013)                                  | -0,014<br>(0,014)   | -0,011<br>(0,014)   | -0,015<br>(0,013)    |
| Дамми для комитета по назначениям с лагом в 1 год   | -0,184**<br>(0,073)                                | -0,184**<br>(0,073) | -0,184**<br>(0,073) | -0,186***<br>(0,072) |
| Дамми для наличия правления   | 0,113*<br>(0,061)                                  | 0,105*<br>(0,063)   | 0,109*<br>(0,062)   | 0,111*<br>(0,061)    |
| Дамми для управляющей организации   | -0,018<br>(0,095)                                  | -0,031<br>(0,095)   | -0,035<br>(0,095)   | -0,012<br>(0,095)    |
| Доля крупнейшего акционера  | -0,002**<br>(0,001)                                |                     |                     | -0,002**<br>(0,001)  |
| Доля крупнейшего акционера × Дамми для крупнейшего акционера — государства                            |  | -0,004*<br>(0,002)  |                     |                      |
| Доля крупнейшего акционера × Дамми для крупнейшего акционера — государственной компании               |  | -0,002<br>(0,001)   |                     |                      |
| Доля крупнейшего акционера × Дамми для крупнейшего акционера — российского физического лица           |  | -0,002<br>(0,002)   |                     |                      |
| Доля крупнейшего акционера × Дамми для крупнейшего акционера — российского частного юридического лица |  | -0,002<br>(0,001)   |                     |                      |
| Доля крупнейшего акционера × Дамми для крупнейшего акционера — иностранного лица                      |  | -0,003**<br>(0,001) |                     |                      |
| Суммарная доля прямой государственной собственности   |  |                     | -0,005**<br>(0,002) |                      |
| Суммарная доля косвенной государственной собственности  |  |                     | -0,001<br>(0,002)   |                      |
| Суммарная доля российских физических лиц  |  |                     | 0,001<br>(0,002)    |                      |
| Суммарная доля российских юридических лиц   |  |                     | -0,001<br>(0,002)   |                      |

<sup>25</sup> Эти результаты можно получить у авторов по запросу.

## О к о н ч а н и е т а б л и ц ы 5

| Переменная  | Дамми для компаний с квазинезависимыми директорами |                      |                      |                      |
|---|--|----------------------|----------------------|----------------------|
|   | (1)  | (2)                  | (3)                  | (4)                  |
| Суммарная доля иностранных лиц  |  |                      | -0,003<br>(0,002)    |                      |
| Дамми для компаний с двумя типами акций                                       | -0,000<br>(0,059)                                  | -0,001<br>(0,058)    | -0,002<br>(0,059)    | -0,000<br>(0,058)    |
| Дамми для компаний с АДР  | 0,115<br>(0,071)                                   | 0,113<br>(0,071)     | 0,099<br>(0,072)     | 0,107<br>(0,068)     |
| Рентабельность активов с лагом в 1 год  | -0,614***<br>(0,209)                               | -0,625***<br>(0,216) | -0,690***<br>(0,216) | -0,631***<br>(0,208) |
| Финансовый рычаг с лагом в 1 год  | -0,120<br>(0,085)                                  | -0,122<br>(0,085)    | -0,135<br>(0,083)    | -0,117<br>(0,085)    |
| Логарифм стоимости активов с лагом в 1 год                                    | 0,011<br>(0,014)                                   | 0,014<br>(0,015)     | 0,016<br>(0,014)     | 0,010<br>(0,013)     |
| Дамми для компаний 1-го уровня листинга                                       | -0,032<br>(0,086)                                  | -0,014<br>(0,087)    | 0,012<br>(0,088)     |                      |
| Дамми для компаний 2-го уровня листинга                                       | -0,006<br>(0,073)                                  | 0,011<br>(0,075)     | 0,035<br>(0,074)     |                      |
| <i>p</i> -значение теста на совместную значимость переменных собственности    | 0,027  | 0,192                | 0,028                | 0,028                |
| <i>p</i> -значение теста на совместную значимость переменных уровня листинга  | 0,920  | 0,944                | 0,879                |                      |
| <i>p</i> -значение теста на совместную значимость переменных отрасли          | 0,000  | 0,000                | 0,000                | 0,000                |
| <i>p</i> -значение теста на совместную значимость переменных годов наблюдения | 0,086  | 0,092                | 0,116                | 0,086                |
| Псевдо- $R^2$   | 0,141  | 0,145                | 0,156                | 0,140                |
| Число наблюдений  | 361  | 361                  | 361                  | 361                  |

Примечания: 1. В графах указаны значения предельных эффектов, в скобках — робастные стандартные ошибки. 2. Уровни значимости помечены звездочками: \* — 10%, \*\* — 5%, \*\*\* — 1%.

Источник: расчеты авторов.

Т а б л и ц а 6

## Результаты тобит-модели (выборка компаний, заявивших независимых директоров)

T a b l e 6

## Tobit Model Results (Subsample of Companies Reporting Independent Directors)

| Переменная  | Доля квазинезависимых директоров |                     |                     |                     |
|---|----------------------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
|   | (1)                              | (2)                 | (3)                 | (4)                 |
| Размер совета директоров (наблюдательного совета) | -0,025**<br>(0,011)              | -0,022*<br>(0,011)  | -0,021*<br>(0,012)  | -0,026**<br>(0,011) |
| Дамми для комитета по назначениям с лагом в 1 год | -0,138**<br>(0,061)              | -0,141**<br>(0,061) | -0,135**<br>(0,061) | -0,147**<br>(0,060) |
| Дамми для наличия правления                       | 0,047<br>(0,051)                 | 0,038<br>(0,051)    | 0,047<br>(0,051)    | 0,045<br>(0,050)    |
| Дамми для управляющей организации                 | 0,028<br>(0,072)                 | 0,012<br>(0,072)    | 0,019<br>(0,072)    | 0,034<br>(0,071)    |

О к о н ч а н и е т а б л и ц ы 6

| Переменная  | Доля квазинезависимых директоров |                      |                      |                      |
|---|----------------------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
|   | (1)                              | (2)                  | (3)                  | (4)                  |
| Доля крупнейшего акционера  | -0,002*<br>(0,001)               |                      |                      | -0,001<br>(0,001)    |
| Доля крупнейшего акционера × Дамми для крупнейшего акционера — государства                            |                                  | -0,004**<br>(0,002)  |                      |                      |
| Доля крупнейшего акционера × Дамми для крупнейшего акционера — государственной компании               |                                  | -0,001<br>(0,001)    |                      |                      |
| Доля крупнейшего акционера × Дамми для крупнейшего акционера — российского физического лица           |                                  | -0,000<br>(0,002)    |                      |                      |
| Доля крупнейшего акционера × Дамми для крупнейшего акционера — российского частного юридического лица |                                  | -0,000<br>(0,001)    |                      |                      |
| Доля крупнейшего акционера × Дамми для крупнейшего акционера — иностранного лица                      |                                  | -0,002**<br>(0,001)  |                      |                      |
| Суммарная доля прямой государственной собственности   |                                  |                      | -0,004**<br>(0,002)  |                      |
| Суммарная доля косвенной государственной собственности  |                                  |                      | -0,000<br>(0,001)    |                      |
| Суммарная доля российских физических лиц  |                                  |                      | 0,001<br>(0,002)     |                      |
| Суммарная доля российских юридических лиц   |                                  |                      | 0,000<br>(0,001)     |                      |
| Суммарная доля иностранных лиц  |                                  |                      | -0,002<br>(0,001)    |                      |
| Дамми для компаний с двумя типами акций   | 0,081*<br>(0,046)                | 0,078*<br>(0,046)    | 0,077*<br>(0,047)    | 0,085*<br>(0,045)    |
| Дамми для компаний с АДР  | 0,099*<br>(0,057)                | 0,096*<br>(0,057)    | 0,085<br>(0,058)     | 0,089<br>(0,055)     |
| Рентабельность активов с лагом в 1 год  | -0,509***<br>(0,171)             | -0,556***<br>(0,173) | -0,595***<br>(0,172) | -0,530***<br>(0,169) |
| Финансовый рычаг с лагом в 1 год  | -0,110<br>(0,068)                | -0,119*<br>(0,067)   | -0,129*<br>(0,068)   | -0,106<br>(0,067)    |
| Логарифм стоимости активов с лагом в 1 год  | 0,008<br>(0,012)                 | 0,012<br>(0,012)     | 0,012<br>(0,012)     | 0,004<br>(0,011)     |
| Дамми для компаний 1-го уровня листинга   | -0,060<br>(0,071)                | -0,043<br>(0,071)    | -0,031<br>(0,071)    |                      |
| Дамми для компаний 2-го уровня листинга   | -0,033<br>(0,058)                | -0,013<br>(0,058)    | -0,004<br>(0,058)    |                      |
| <i>p</i> -значение теста на совместную значимость переменных собственности                            | 0,087                            | 0,092                | 0,041                | 0,118                |
| <i>p</i> -значение теста на совместную значимость переменных уровня листинга                          | 0,697                            | 0,816                | 0,887                |                      |
| <i>p</i> -значение теста на совместную значимость переменных отрасли                                  | 0,000                            | 0,000                | 0,000                | 0,000                |
| <i>p</i> -значение теста на совместную значимость переменных годов наблюдения                         | 0,249                            | 0,166                | 0,191                | 0,252                |

| Переменная       | Доля квазине независимых директоров |       |       |       |
|------------------|-------------------------------------|-------|-------|-------|
|                  | (1)                                 | (2)   | (3)   | (4)   |
| Псевдо- $R^2$    | 0,223                               | 0,239 | 0,245 | 0,222 |
| Число наблюдений | 361                                 | 361   | 361   | 361   |

*Примечания:* 1. В графах указаны коэффициенты регрессии, в скобках — робастные стандартные ошибки. 2. Уровни значимости помечены звездочками: \* — 10%, \*\* — 5%, \*\*\* — 1%.

*Источник:* расчеты авторов.

В целом результаты исследования свидетельствуют о неслучайном характере назначения квазине независимых директоров, которые концентрируются преимущественно в менее результативных компаниях с теми или иными недостатками в системе корпоративного управления, что согласуется с теоретическими предположениями.

### Заключение

Результаты исследования показали, что квазине независимые директора присутствуют в 34,1% компаний выборки, составляя в среднем 11,1% в составе советов. За период 2009–2020 годов наблюдалась позитивная динамика в этом отношении: доля квазине независимых директоров постепенно сокращалась, а доля истинно независимых — росла, и с 2014 года последние стабильно преобладали.

Дескриптивная статистика показала, что квазине независимые директора чаще встречаются в компаниях электроэнергетики и в компаниях 2-го уровня листинга; они значимо отличаются от истинно независимых директоров по возрасту, полу и гражданству. Регрессионный анализ подтвердил неслучайный характер их назначения, связанный со структурой собственности компаний, наличием в их советах комитетов по назначениям, двух типов акций, выпуском АДР и результативностью компаний в период, предшествующий выборам в совет.

Всё это говорит о ключевом значении эмпирических исследований по рассматриваемой теме на российских данных: наличие квазине независимых директоров и неслучайный характер их назначения ставят под сомнение достоверность предоставляемой компаниями информации. В частности, ее использование без скрупулезной ручной выверки может приводить к смещению оценок роли независимости советов директоров в отношении результатов деятельности фирм. Полагаем, что это обстоятельство является одним из объяснений отсутствия устойчивых свидетельств положительного влияния независимости советов ди-

ректоров на прибыльность и рыночную стоимость российских компаний.

Вместе с тем следует отметить несколько ограничений исследования. Во-первых, использование 20-процентной выборки может создавать риски, связанные с ошибкой выборки и небольшим числом наблюдений. Во-вторых, ограниченность публично доступной информации не позволяет выявить все случаи избрания квазинезависимых директоров, что, вероятно, может вызывать занижение их реальной доли в советах. В-третьих, период 2009–2020 годов охватывает относительно стабильный этап развития экономики России, не позволяя оценить эффект санкционных шоков<sup>26</sup>. Тем не менее, несмотря на эти ограничения, наше исследование вносит значимый вклад в изучение проблемы мнимой независимости советов директоров российских компаний и представляет собой первый опыт ее систематического анализа<sup>27</sup>.

Результаты исследования позволяют выделить несколько перспективных направлений для дальнейшей работы, включая анализ влияния квазинезависимых директоров на эффективность деятельности советов (количество заседаний, посещаемость, структура комитетов), а также в целом на поведение и итоги деятельности российских компаний. Разработка этих направлений даст возможность глубже понять последствия избрания квазинезависимых директоров в советы и выработать рекомендации по совершенствованию регулирования института независимых директоров.

Но уже и сейчас из результатов проведенного исследования можно сформулировать рекомендации для повышения качества корпоративного управления: необходимо стандартизировать раскрытие информации о независимости директоров, ограничить количество/долю директоров, признаваемых независимыми по решению совета, и сделать обязательным формирование комитетов по назначениям. Кроме того, регуляторам следует усилить контроль за соблюдением критериев независимости и обеспечить их унификацию, с тем чтобы исключить возможность манипулирования этими критериями со стороны компаний.

---

<sup>26</sup> Например, в недавнем исследовании КЕРТ зафиксировано обострение проблемы независимости советов директоров в последние годы: большинство российских розничных инвесторов считают, что независимость директоров в российских компаниях не соблюдается или же их влияние на деятельность компаний заметно снижается. См.: Перегрузка корпоративного управления: современная практика и будущее рынка. М.: КЕРТ, 2025. <https://assets.kept.ru/upload/pdf/2025/10/ru-kept-corporate-management.pdf>.

<sup>27</sup> Несколько примеров нарушений критериев независимости в советах директоров российских компаний рассмотрены в [Муравьев, Камбаралиева, 2026].

П р и л о ж е н и е 1

## Выборка в отраслевом разрезе по годам

A r r e n d i x 1

## Sample Composition by Industry and Year

| Отрасль                       | 2009         | 2010         | 2011         | 2012         | 2013         | 2014         | 2015         | 2016         | 2017         | 2018         | 2019         | 2020         | Всего         |
|-------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| Добывающая промышленность     | 4<br>8,70    | 5<br>9,80    | 6<br>9,38    | 5<br>9,43    | 5<br>9,26    | 6<br>11,54   | 6<br>11,54   | 5<br>10,20   | 6<br>13,33   | 5<br>11,36   | 6<br>13,95   | 6<br>13,95   | 65<br>10,91   |
| Металлургия                   | 3<br>6,52    | 4<br>7,84    | 5<br>7,81    | 4<br>7,55    | 4<br>7,41    | 4<br>7,69    | 4<br>7,69    | 4<br>8,16    | 3<br>6,67    | 3<br>6,82    | 3<br>6,98    | 3<br>6,98    | 3<br>7,44     |
| Обрабатывающая промышленность | 8<br>17,39   | 11<br>21,57  | 16<br>25,00  | 13<br>24,53  | 14<br>25,93  | 13<br>25,00  | 12<br>23,08  | 11<br>22,45  | 11<br>24,44  | 10<br>22,73  | 9<br>20,93   | 9<br>20,93   | 137<br>22,99  |
| Электроэнергетика             | 15<br>32,61  | 13<br>25,49  | 17<br>26,56  | 14<br>26,42  | 13<br>24,07  | 12<br>23,08  | 11<br>21,15  | 11<br>22,45  | 12<br>26,67  | 11<br>25,00  | 11<br>25,58  | 11<br>25,58  | 151<br>25,34  |
| Транспорт и коммуникации      | 5<br>10,87   | 5<br>9,80    | 4<br>6,25    | 4<br>7,55    | 4<br>7,41    | 4<br>7,69    | 5<br>9,62    | 5<br>10,20   | 3<br>6,67    | 5<br>11,36   | 4<br>9,30    | 4<br>9,30    | 52<br>8,72    |
| Финансы                       | 5<br>10,87   | 5<br>9,80    | 7<br>10,94   | 5<br>9,43    | 6<br>11,11   | 6<br>11,54   | 7<br>13,46   | 6<br>12,24   | 5<br>11,11   | 5<br>11,36   | 5<br>11,63   | 5<br>11,63   | 5<br>11,24    |
| Другие                        | 6<br>13,04   | 8<br>15,69   | 9<br>14,06   | 8<br>15,09   | 8<br>14,81   | 7<br>13,46   | 7<br>13,46   | 7<br>14,29   | 5<br>11,11   | 5<br>11,36   | 5<br>11,63   | 5<br>11,63   | 80<br>13,42   |
| Всего                         | 46<br>100,00 | 51<br>100,00 | 64<br>100,00 | 53<br>100,00 | 54<br>100,00 | 52<br>100,00 | 52<br>100,00 | 49<br>100,00 | 45<br>100,00 | 44<br>100,00 | 43<br>100,00 | 43<br>100,00 | 596<br>100,00 |

Примечание. В первой строке для каждой отрасли указывается количество компаний-годов, во второй — доля от итога по графам (%).

Источник: расчеты авторов.

П р и л о ж е н и е 2

## Выборка в разрезе уровня листинга по годам

A p p e n d i x 2

## Sample Composition by Listing Level and Year

| Уровень листинга | 2009         | 2010         | 2011         | 2012         | 2013         | 2014         | 2015         | 2016         | 2017         | 2018         | 2019         | 2020         | Всего         |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| 1-й уровень      | 5<br>10,87   | 8<br>15,69   | 9<br>14,06   | 8<br>15,09   | 9<br>16,67   | 12<br>23,08  | 13<br>25,00  | 12<br>24,49  | 9<br>20,00   | 9<br>20,45   | 8<br>18,60   | 8<br>18,60   | 110<br>18,46  |
| 2-й уровень      | 12<br>26,09  | 13<br>25,49  | 12<br>18,75  | 11<br>20,75  | 11<br>20,37  | 8<br>15,38   | 8<br>15,38   | 8<br>16,33   | 6<br>13,33   | 5<br>11,36   | 5<br>11,63   | 5<br>11,63   | 104<br>17,45  |
| 3-й уровень      | 29<br>63,04  | 30<br>58,82  | 43<br>67,19  | 34<br>64,15  | 34<br>62,96  | 32<br>61,54  | 31<br>59,62  | 29<br>59,18  | 30<br>66,67  | 30<br>68,18  | 30<br>69,77  | 30<br>69,77  | 382<br>64,09  |
| Всего            | 46<br>100,00 | 51<br>100,00 | 64<br>100,00 | 53<br>100,00 | 54<br>100,00 | 52<br>100,00 | 52<br>100,00 | 49<br>100,00 | 45<br>100,00 | 44<br>100,00 | 43<br>100,00 | 43<br>100,00 | 596<br>100,00 |

Примечание. В первой строке для каждого уровня листинга указывается количество компаний-годов, во второй — доля от итога по графам (%).

Источник: расчеты авторов.

## Корреляции между основными переменными

## Correlations Between Key Variables

|   | 1      | 2      | 3     | 4      | 5      | 6      | 7     | 8      | 9      | 10     | 11     | 12     | 13     | 14     | 15     | 16     | 17     | 18     | 19    | 20     | 21     | 22    |  |
|---|--------|--------|-------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|--|
| 1 Доля независимых директоров   | 1,00   |        |       |        |        |        |       |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |       |        |        |       |  |
| 2 Доля истинно независимых директоров                                       | 0,60*  | 1,00   |       |        |        |        |       |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |       |        |        |       |  |
| 3 Доля квазинезависимых директоров  | 0,76*  | -0,07  | 1,00  |        |        |        |       |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |       |        |        |       |  |
| 4 Размер совета директоров  | 0,10   | 0,09   | 0,06  | 1,00   |        |        |       |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |       |        |        |       |  |
| 5 Дамми для комитета по назначениям с лагом в 1 год                         | 0,34*  | 0,42*  | 0,07  | 0,52*  | 1,00   |        |       |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |       |        |        |       |  |
| 6 Дамми для наличия правления   | 0,17*  | 0,21*  | 0,04  | 0,43*  | 0,57*  | 1,00   |       |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |       |        |        |       |  |
| 7 Дамми для управляющей организации   | -0,13  | -0,22* | 0,02  | -0,22* | -0,26* | 1,00   |       |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |       |        |        |       |  |
| 8 Доля крупнейшего акционера в капитале                                     | -0,13  | -0,11  | -0,07 | 0,04   | -0,13  | -0,09  | 0,18* | 1,00   |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |       |        |        |       |  |
| 9 Дамми для крупнейшего акционера — государства                             | 0,03   | 0,09   | -0,03 | 0,33*  | 0,18*  | 0,18*  | -0,08 | -0,01  | 1,00   |        |        |        |        |        |        |        |        |        |       |        |        |       |  |
| 10 Дамми для крупнейшего акционера — государственной компании               | -0,08  | -0,24* | 0,09  | 0,25*  | 0,03   | 0,13   | 0,11  | 0,10   | -0,12  | 1,00   |        |        |        |        |        |        |        |        |       |        |        |       |  |
| 11 Дамми для крупнейшего акционера — российского физического лица           | 0,06   | 0,10   | -0,01 | -0,15* | -0,07  | -0,00  | -0,13 | -0,18* | -0,06  | -0,20* | 1,00   |        |        |        |        |        |        |        |       |        |        |       |  |
| 12 Дамми для крупнейшего акционера — российского частного юридического лица | -0,13  | -0,13  | -0,06 | -0,21* | -0,20* | -0,13  | 0,10  | 0,12   | -0,14* | -0,44* | -0,23* | 1,00   |        |        |        |        |        |        |       |        |        |       |  |
| 13 Дамми для крупнейшего акционера — иностранного лица                      | 0,18*  | 0,28*  | -0,01 | -0,08  | 0,15*  | -0,07  | -0,10 | -0,11  | -0,12  | -0,37* | -0,19* | -0,42* | 1,00   |        |        |        |        |        |       |        |        |       |  |
| 14 Суммарная доля прямой государственной собственности                      | 0,02   | 0,05   | -0,02 | 0,34*  | 0,19*  | 0,21*  | -0,09 | 0,06   | 0,73*  | -0,03  | -0,06  | -0,14* | -0,10  | 1,00   |        |        |        |        |       |        |        |       |  |
| 15 Суммарная доля косвенной государственной собственности                   | -0,10  | -0,21* | 0,04  | 0,27*  | 0,07   | 0,15*  | -0,03 | 0,19*  | -0,04  | 0,70*  | -0,17* | -0,23* | -0,33* | -0,01  | 1,00   |        |        |        |       |        |        |       |  |
| 16 Суммарная доля российских физических лиц                                 | 0,05   | 0,08   | 0,00  | -0,19* | -0,09  | -0,01  | -0,12 | -0,16* | -0,07  | -0,20* | 0,86*  | -0,14* | -0,19* | -0,08  | -0,18* | 1,00   |        |        |       |        |        |       |  |
| 17 Суммарная доля российских юридических лиц                                | -0,16* | -0,18* | -0,05 | -0,25* | -0,25* | -0,17* | 0,17* | 0,14*  | -0,07  | -0,23* | -0,20* | 0,64*  | -0,29* | -0,14* | -0,41* | -0,19* | 1,00   |        |       |        |        |       |  |
| 18 Суммарная доля иностранных лиц   | 0,18*  | 0,27*  | -0,00 | -0,03  | 0,11   | -0,07  | -0,05 | -0,03  | -0,12  | -0,25* | -0,14* | -0,36* | 0,79*  | -0,12  | -0,30* | -0,16* | -0,45* | 1,00   |       |        |        |       |  |
| 19 Дамми для компаний с двумя типами акций                                  | -0,06  | -0,15* | 0,05  | 0,11   | -0,08  | 0,07   | 0,15* | -0,01  | 0,00   | 0,07   | -0,03  | 0,12   | -0,18* | 0,07   | 0,02   | -0,05  | 0,10   | -0,17* | 1,00  |        |        |       |  |
| 20 Дамми для компаний с АДР   | 0,23*  | 0,22*  | 0,10  | 0,36*  | 0,51*  | 0,37*  | -0,10 | -0,06  | 0,18*  | 0,06   | -0,06  | -0,19* | 0,10   | 0,17*  | 0,08   | -0,09  | -0,17* | 0,11   | -0,11 | 1,00   |        |       |  |
| 21 Рентабельность активов с лагом в 1 год                                   | -0,07  | 0,06   | -0,13 | 0,04   | 0,12   | 0,10   | 0,06  | 0,10   | -0,01  | -0,06  | 0,00   | 0,05   | 0,01   | 0,03   | 0,04   | -0,00  | -0,00  | -0,01  | 0,10  | 0,16*  | 1,00   |       |  |
| 22 Финансовый рычаг с лагом в 1 год   | 0,02   | 0,05   | -0,02 | 0,07   | -0,01  | -0,02  | 0,10  | 0,01   | -0,00  | 0,01   | -0,01  | -0,05  | 0,05   | -0,08  | -0,04  | 0,02   | 0,01   | 0,07   | 0,00  | -0,15* | -0,30* | 1,00  |  |
| 23 Логарифм стоимости активов с лагом в 1 год                               | 0,18*  | 0,22*  | 0,05  | 0,49*  | 0,53*  | 0,33*  | -0,05 | 0,03   | 0,27*  | 0,11   | -0,25* | -0,20* | 0,15*  | 0,25*  | 0,13   | -0,33* | -0,16* | 0,15*  | 0,07  | 0,52*  | 0,18*  | -0,06 |  |

Примечание. Корреляции, значимые на уровне 0,1%, помечены звездочками.

Источник: расчеты авторов.

## Литература

1. Березинец И. В., Ильина Ю. Б., Черкасская А. Д. Структура совета директоров и финансовая результативность российских открытых акционерных обществ // Вестник Санкт-Петербургского университета. Серия: Менеджмент. 2013. № 2. С. 3–52.
2. Дуляк Ю. Эмпирический анализ влияния советов директоров на финансовые результаты деятельности российских компаний // Экономическая политика. 2015. Т. 10. № 1. С. 126–148.
3. Камбаралиева К. М. Иностранцы в российских публичных компаниях: детерминанты присутствия и влияние на результативность // Journal of Applied Economic Research. 2025. Т. 24. № 2. С. 622–653. DOI: 10.15826/vestnik.2025.24.2.021.
4. Камбаралиева К., Муравьев А. Санкции, раскрытие информации и результативность российских публичных компаний // Журнал Новой экономической ассоциации. 2025. Т. 69. № 4. С. 58–86. DOI: 10.31737/22212264\_2025\_4\_58-86.
5. Косякин И. О требованиях к членам органов управления хозяйственных обществ // Право. Журнал Высшей школы экономики. 2024. Т. 17. № 4. С. 53–79. DOI: 10.17323/2072-8166.2024.4.53.79.
6. Краснов А. Н., Балынин И. В., Шмелева Л. А. Влияние структуры совета директоров на финансовые результаты компании // Финансы: теория и практика. 2023. Т. 27. № 3. С. 189–198. DOI: 10.26794/2587-5671-2023-27-3-189-198.
7. Макарова О. А. Правовое положение публичных акционерных обществ // Вестник Санкт-Петербургского университета. Серия: Право. 2017. Т. 8. № 4. С. 411–420. DOI: 10.21638/11701/spbu14.2017.403.
8. Муравьев А. А., Камбаралиева К. М. О независимости наблюдательных советов российских публичных компаний // Национальный доклад по корпоративному управлению / под ред. С. А. Поршакова. М.: Национальный совет по корпоративному управлению, 2026. Вып. 15. С. 214–254.
9. Муравьев А. А., Телятников Н. С. Компании с акциями разных типов: мировой опыт и российская практика // Journal of Applied Economic Research. 2024. Т. 23. № 3. С. 801–832. DOI: 10.15826/vestnik.2024.23.3.032.
10. Назарова В. В., Колыхалина А. В. Влияние применения внутренних механизмов корпоративного управления на стоимость компаний со стратегиями диверсификации и фокусирования // Корпоративные финансы. 2018. Т. 12. № 3. С. 7–26. DOI: 10.17323/j.jcfr.2073-0438.12.3.2018.7-26.
11. Оленева А. Н. Этапы развития акционерных обществ в России // Труды Института государства и права РАН. 2015. № 6. С. 29–38.
12. Шаховой В. А. Независимые директора компаний — тенденции развития // Современные корпоративные стратегии и технологии в России. М.: Финансовый университет при Правительстве РФ, 2015. Т. 10. С. 228–244.
13. Adams R. B. Asking Directors About Their Dual Roles. Finance Working Paper. No 243. 2009.
14. Adams R. B., Ferreira D. A. Theory of Friendly Boards // The Journal of Finance. 2007. Vol. 62. No 1. P. 217–250. DOI: 10.1111/j.1540-6261.2007.01206.x.
15. Adams R. B., Hermalin B. E., Weisbach M. S. The Role of Boards of Directors in Corporate Governance: A Conceptual Framework and Survey // Journal of Economic Literature. 2010. Vol. 48. No 1. P. 58–107. DOI: 10.1257/jel.48.1.58.
16. Balsmeier B., Buchwald A., Peters H. Outside Board Memberships of CEOs: Expertise or Entrenchment? DICE. Discussion Paper. No 26. 2011.
17. Berezinets I., Berezkin K., Ilina Y., Naoumova I. Board of Directors as a Factor of Firm Performance in Innovative Companies // International Journal of Innovation Management. 2019. Vol. 23. No 6. Article 1950060. DOI: 10.1142/S1363919619500609.
18. Berezinets I., Ilina Y., Cherkasskaya A. Board Structure, Board Committees and Corporate Performance in Russia // Managerial Finance. 2017. Vol. 43. No 10. P. 1073–1092. DOI: <https://doi.org/10.1108/MF-11-2015-0308>.

19. *Berezinets I. V., Muravyev A. A.* Disclosure and Corporate Governance: Evidence From Russian Companies // *Russian Management Journal*. 2024. Vol. 22. No 2. P. 193–222. DOI: 10.21638/spbu18.2024.203.
20. *Bhagat S., Black B.* The Non-Correlation Between Board Independence and Long-Term Firm Performance // *Journal of Corporation Law*. 2001. Vol. 27. P. 231–274.
21. *Cavaco S., Crifo P., Rebérioux A., Roudaut G.* Independent Directors: Less Informed but Better Selected Than Affiliated Board Members? // *Journal of Corporate Finance*. 2017. Vol. 43. P. 106–121. DOI: 10.1016/j.jcorpfin.2017.01.004.
22. *Choi J. J., Park S. W., Yoo S. S.* The Value of Outside Directors: Evidence From Corporate Governance Reform in Korea // *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 2007. Vol. 42. No 4. P. 941–962. DOI: 10.1017/S0022109000003458.
23. *Cohen L., Frazzini A., Malloy C. J.* Hiring Cheerleaders: Board Appointments of “Independent” Directors // *Management Science*. 2012. Vol. 58. No 6. P. 1039–1058. DOI: 10.1287/mnsc.1110.1483.
24. *Crespi-Cladera R., Pascual-Fuster B.* Does the Independence of Independent Directors Matter? // *Journal of Corporate Finance*. 2014. Vol. 28. P. 116–134. DOI: 10.1016/j.jcorpfin.2013.12.009.
25. *Croci E.* *The Board of Directors*. Cham: Palgrave Pivot, 2018.
26. *Dou Y., Sahgal S., Zhang E. J.* Should Independent Directors Have Term Limits? The Role of Experience in Corporate Governance // *Financial Management*. 2015. Vol. 44. No 3. P. 583–621. DOI: 10.1111/fima.12091.
27. *Elms N., Pugliese A.* Director Tenure and Contribution to Board Task Performance: A Time and Contingency Perspective // *Long Range Planning*. 2023. Vol. 56. No 1. Article 102217. DOI: 10.1016/j.lrp.2022.102217.
28. *Fama E. F.* Agency Problems and the Theory of the Firm // *Journal of Political Economy*. 1980. Vol. 88. No 2. P. 288–307.
29. *Fama E. F., Jensen M. C.* Separation of Ownership and Control // *Journal of Law and Economics*. 1983. Vol. 26. No 2. P. 301–325. DOI: 10.1086/467037.
30. *Fariha R., Hossain M. M., Ghosh R.* Board Characteristics, Audit Committee Attributes and Firm Performance: Empirical Evidence From Emerging Economy // *Asian Journal of Accounting Research*. 2022. Vol. 7. No 1. P. 84–96. DOI: 10.1108/AJAR-11-2020-0115.
31. *Fracassi C., Tate G.* External Networking and Internal Firm Governance // *The Journal of Finance*. 2012. Vol. 67. No 1. P. 153–194. DOI: 10.1111/j.1540-6261.2011.01706.x.
32. *Hermalin B., Weisbach M. S.* Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature // *FRBNY Economic Policy Review*. 2003. Vol. 4. P. 7–26.
33. *Hsu H. H., Wu C. Y. H.* Board Composition, Grey Directors, and Corporate Failure in the UK // *The British Accounting Review*. 2014. Vol. 46. No 3. P. 215–227. DOI: 10.1016/j.bar.2013.12.002.
34. *Hu X., Lin D., Tosun O. K.* The Effect of Board Independence on Firm Performance — New Evidence From Product Market Conditions // *The European Journal of Finance*. 2023. Vol. 29. No 4. P. 363–392. DOI: 10.1080/1351847X.2022.2049448.
35. *Jensen M. C., Meckling W. H.* Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure // *Journal of Financial Economics*. 1976. Vol. 3. No 4. P. 305–360.
36. *Knyazeva A., Knyazeva D., Masulis R. W.* The Supply of Corporate Directors and Board Independence // *The Review of Financial Studies*. 2013. Vol. 26. No 6. P. 1561–1605. DOI: 10.1093/rfs/hht020.
37. *Kramarz F., Thesmar D.* Social Networks in the Boardroom // *Journal of the European Economic Association*. 2013. Vol. 11. No 4. P. 780–807. DOI: 10.1111/jeea.12021.
38. *Larcker D., Tayan B.* *Corporate Governance Matters*. New Jersey: Pearson Education (FT Press), 2015.
39. *Liao L., Shi A. A., Unite A. A., Sullivan M. J.* Grey Directors on Philippine Corporate Boards // *DLSU Business & Economics Review*. 2022. Vol. 31. No 2. P. 1–24. DOI: 10.59588/2243-786X.1185.

40. Li Z., Unlu E., Wu J. Are Social Connections of Independent Directors All the Same? Evidence From Corporate Monitoring // *International Journal of Managerial Finance*. 2022. Vol. 18. No 5. P. 812–832. DOI: 10.1108/IJMF-01-2021-0049.
41. Liu Y., Miletkov M. K., Wei Z., Yang T. Board Independence and Firm Performance in China // *Journal of Corporate Finance*. 2015. Vol. 30. P. 223–244. DOI: 10.1016/j.jcorpfin.2014.12.004.
42. Mishra S. Do Independent Directors Improve Firm Performance? Evidence From India // *Global Business Review*. 2023. Vol. 24. No 5. P. 1092–1110. DOI: 10.1177/0972150920917310.
43. Muravyev A. Boards of Directors in Russian Publicly Traded Companies in 1998–2014: Structure, Dynamics and Performance Effects // *Economic Systems*. 2017. Vol. 41. No 1. P. 5–25. DOI: 10.1016/j.ecosys.2016.12.001.
44. Muravyev A. Board Monitoring and Corporate Disclosure: The Role of the Institutional Environment and Firm-Level Governance // *Journal of Accounting in Emerging Economies*. 2025. Vol. 15. No 1. P. 138–175. DOI: 10.1108/JAEE-08-2023-0221.
45. Popov K. Board Committee Diversity and Its Effects on Financial Performance: A Study of Russian Firms // *Journal of Corporate Finance Research*. 2024. Vol. 18. No 4. P. 5–33. DOI: 10.17323/j.jcfr.2073-0438.18.4.2024.5-33.
46. Rahman D., Faff R., Oliver B. Does Board Independence Constrain Insider Opportunism? // *Australian Journal of Management*. 2021. Vol. 46. No 3. P. 499–522. DOI: 10.1177/0312896220946384.
47. Ringe W. G. Independent Directors: After the Crisis // *European Business Organization Law Review*. 2013. Vol. 14. No 3. P. 401–424. DOI: 10.1017/S1566752912001206.
48. Santella P., Paone G., Drago C. How Independent Are Independent Directors? The Case of Italy. German Working Paper in Law and Economics. No 1148. 2006.
49. Soboleva O., Makeeva E., Aslanyan G. The Influence of Corporate Governance Mechanisms on Fraud Probability: Evidence From Russian Companies // *Journal of Corporate Finance Research*. 2024. Vol. 18. No 1. P. 49–61. DOI: 10.17323/j.jcfr.2073-0438.18.1.2024.49-61.
50. Vafeas N., Theodorou E. The Relationship Between Board Structure and Firm Performance in the UK // *The British Accounting Review*. 1998. Vol. 30. P. 383–407. DOI: 10.1006/bare.1998.0075.
51. Wintoki M. B., Linck J. S., Netter J. M. Endogeneity and the Dynamics of Internal Corporate Governance // *Journal of Financial Economics*. 2012. Vol. 105. No 3. P. 581–606. DOI: 10.1016/j.jfineco.2012.03.005.
52. Yammeesri J., Herath S. K. Board Characteristics and Corporate Value: Evidence From Thailand // *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*. 2010. Vol. 10. No 3. P. 279–292. DOI: 10.1108/14720701011051910.
53. Zavertiaeva M., Shenkman E., Kazarina E. Does Independence of Board Committees Enhance Corporate Performance? The Case of Russia // *Emerging Markets Finance and Trade*. 2024. Vol. 60. No 6. P. 1316–1335. DOI: 10.1080/1540496X.2023.2278649.

## References

1. Berezinets I. V., Ilina Yu. B., Cherkasskaya A. D. Struktura soveta direktorov i finansovaya rezul'tativnost' rossiyskikh otkrytykh aktsionerlykh obshchestv [Board Structure and Financial Performance of Russian Public Companies]. *Vestnik Sankt-Peterburgskogo universiteta. Seriya: Menedzhment [Vestnik of Saint Petersburg University. Series: Management]*, 2013, no. 2, pp. 3-52. (In Russ.)
2. Dulyak Yu. Empiricheskiy analiz vliyaniya sovetov direktorov na finansovye rezul'taty deyatelnosti rossiyskikh kompaniy [Empirical Analysis of the Boards of Directors' Impact on the Corporate Performance of Russian Companies]. *Ekonomicheskaya politika [Economic Policy]*, 2015, vol. 10, no. 1, pp. 126-148. (In Russ.)
3. Kambaralieva K. M. Inostrannye direktora v rossiyskikh publichnykh kompaniyakh: determinanty prisutsviya i vliyaniye na rezul'tativnost' [Foreign Directors in Russian Public Companies: Determinants of Presence and Impact on Performance]. *Journal of Applied*

- Economic Research*, 2025, vol. 24, no. 2, pp. 622-653. DOI: 10.15826/vestnik.2025.24.2.021. (In Russ.)
4. Kambaralieva K., Muravyev A. Sanktsii, raskrytie informatsii i rezul'tativnost' rossiyskikh publichnykh kompaniy [Sanctions, Disclosure and the Performance of Russian Publicly Traded Companies]. *Zhurnal Novoy ekonomicheskoy assotsiatsii [Journal of the New Economic Association]*, 2025, vol. 69, no. 4, pp. 58-86. DOI: 10.31737/22212264\_2025\_4\_58-86. (In Russ.)
  5. Kosyakin I. O trebovaniyakh k chlenam organov upravleniya khozyaystvennykh obshchestv [On the Qualifications of the Corporate Directors]. *Pravo. Zhurnal Vysshey shkoly ekonomiki [Law. Journal of the Higher School of Economics]*, 2024, vol. 17, no. 4, pp. 53-79. DOI: 10.17323/2072-8166.2024.4.53.79. (In Russ.)
  6. Krasnov A. N., Balynin I. V., Shmeleva L. A. Vliyanie struktury soveta direktorov na finansovye rezul'taty kompanii [Impact of the Board of Directors' Structure on the Company's Financial Results]. *Finansy: teoriya i praktika [Finance: Theory and Practice]*, 2023, vol. 27, no. 3, pp. 189-198. DOI: 10.26794/2587-5671-2023-27-3-189-198. (In Russ.)
  7. Makarova O. A. Pravovoe polozhenie publichnykh aktsionerneykh obshchestv [Legal Status of Public Joint-Stock Companies]. *Vestnik Sankt-Peterburgskogo universiteta. Seriya: Pravo [Vestnik of Saint Petersburg University. Series: Law]*, 2017, vol. 8, no. 4, pp. 411-420. DOI: 10.21638/11701/spbu14.2017.403. (In Russ.)
  8. Muravyev A. A., Kambaralieva K. M. O nezavisimosti nablyudatel'nykh sovetov rossiyskikh publichnykh kompaniy. In: Porshakov S. A. (ed.). *Natsional'nyy doklad po korporativnomu upravleniyu [National Report on Corporate Governance]*. Moscow, National Council on Corporate Governance, 2026, issue 15, pp. 214-254. (In Russ.)
  9. Muravyev A. A., Telyatnikov N. S. Kompanii s aktsiyami raznykh tipov: mirovoy opyt i rossiyskaya praktika [Dual Class Stock Companies: Global Experience and Russian Practice]. *Journal of Applied Economic Research*, vol. 23, no. 3, pp. 801-832. DOI: 10.15826/vestnik.2024.23.3.032. (In Russ.)
  10. Nazarova V. V., Kolykhalina A. V. Vliyanie primeneniya vnutrennikh mekhanizmov korporativnogo upravleniya na stoimost' kompaniy so strategiyami diversifikatsii i fokusirovaniya [Effect of the Application of Internal Corporate Governance Mechanisms on the Value of Companies with Diversification and Focusing Strategies]. *Korporativnyye finansy [Journal of Corporate Finance Research]*, 2018, vol. 12, no. 3, pp. 7-26. DOI: 10.17323/j.jcfr.2073-0438.12.3.2018.7-26. (In Russ.)
  11. Oleneva A. N. Etapy razvitiya aktsionerneykh obshchestv v Rossii [Historical Aspects of the Legal Nature of Stages of Joint-Stock Companies in Russia]. *Trudy Instituta gosudarstva i prava RAN [Proceedings of the Institute of State and Law of the RAS]*, 2015, no. 6, pp. 29-38. (In Russ.)
  12. Shakhovoy V. A. Nezavisimye direktora kompaniy - tendentsii razvitiya. In: *Sovremennyye korporativnyye strategii i tekhnologii v Rossii [Modern Corporate Strategies and Technologies in Russia]*. Moscow, Financial University Under the Government of the Russian Federation, 2015, vol. 10, pp. 228-244. (In Russ.)
  13. Adams R. B. Asking Directors About Their Dual Roles. *Finance Working Paper*, no. 243, 2009.
  14. Adams R. B., Ferreira D. A. Theory of Friendly Boards. *The Journal of Finance*, 2007, vol. 62, no. 1, pp. 217-250. DOI: 10.1111/j.1540-6261.2007.01206.x.
  15. Adams R. B., Hermalin B. E., Weisbach M. S. The Role of Boards of Directors in Corporate Governance: A Conceptual Framework and Survey. *Journal of Economic Literature*, 2010, vol. 48, no. 1, pp. 58-107. DOI: 10.1257/jel.48.1.58.
  16. Balsmeier B., Buchwald A., Peters H. Outside Board Memberships of CEOs: Expertise or Entrenchment? *DICE*, Discussion Paper, no. 26, 2011.
  17. Berezinets I., Berezkin K., Ilina Y., Naoumova I. Board of Directors as a Factor of Firm Performance in Innovative Companies. *International Journal of Innovation Management*, 2019, vol. 23, no. 6, article 1950060. DOI: 10.1142/S1363919619500609.

18. Berezinets I., Ilina Y., Cherkasskaya A. Board Structure, Board Committees and Corporate Performance in Russia. *Managerial Finance*, 2017, vol. 43, no. 10, pp. 1073-1092. DOI: <https://doi.org/10.1108/MF-11-2015-0308>.
19. Berezinets I. V., Muravyev A. A. Disclosure and Corporate Governance: Evidence From Russian Companies. *Russian Management Journal*, 2024, vol. 22, no. 2, pp. 193-222. DOI: 10.21638/spbu18.2024.203.
20. Bhagat S., Black B. The Non-Correlation Between Board Independence and Long-Term Firm Performance. *Journal of Corporation Law*, 2001, vol. 27, pp. 231-274.
21. Cavaco S., Crifo P., Rebérioux A., Roudaut G. Independent Directors: Less Informed but Better Selected Than Affiliated Board Members? *Journal of Corporate Finance*, 2017, vol. 43, pp. 106-121. DOI: 10.1016/j.jcorpfin.2017.01.004.
22. Choi J. J., Park S. W., Yoo S. S. The Value of Outside Directors: Evidence From Corporate Governance Reform in Korea. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2007, vol. 42, no. 4, pp. 941-962. DOI: 10.1017/S0022109000003458.
23. Cohen L., Frazzini A., Malloy C. J. Hiring Cheerleaders: Board Appointments of “Independent” Directors. *Management Science*, 2012, vol. 58, no. 6, pp. 1039-1058. DOI: 10.1287/mnsc.1110.1483.
24. Crespi-Cladera R., Pascual-Fuster B. Does the Independence of Independent Directors Matter? *Journal of Corporate Finance*, 2014, vol. 28, pp. 116-134. DOI: 10.1016/j.jcorpfin.2013.12.009.
25. Croci E. *The Board of Directors*. Cham, Palgrave Pivot, 2018.
26. Dou Y., Sahgal S., Zhang E. J. Should Independent Directors Have Term Limits? The Role of Experience in Corporate Governance. *Financial Management*, 2015, vol. 44, no. 3, pp. 583-621. DOI: 10.1111/fima.12091.
27. Elms N., Pugliese A. Director Tenure and Contribution to Board Task Performance: A Time and Contingency Perspective. *Long Range Planning*, 2023, vol. 56, no. 1, article 102217. DOI: 10.1016/j.lrp.2022.102217.
28. Fama E. F. Agency Problems and the Theory of the Firm. *Journal of Political Economy*, 1980, vol. 88, no. 2, pp. 288-307.
29. Fama E. F., Jensen M. C. Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, 1983, vol. 26, no. 2, pp. 301-325. DOI: 10.1086/467037.
30. Fariha R., Hossain M. M., Ghosh R. Board Characteristics, Audit Committee Attributes and Firm Performance: Empirical Evidence From Emerging Economy. *Asian Journal of Accounting Research*, 2022, vol. 7, no. 1, pp. 84-96. DOI: 10.1108/AJAR-11-2020-0115.
31. Fracassi C., Tate G. External Networking and Internal Firm Governance. *The Journal of Finance*, 2012, vol. 67, no. 1, pp. 153-194. DOI: 10.1111/j.1540-6261.2011.01706.x.
32. Hermalin B., Weisbach M. S. Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature. *FRBNY Economic Policy Review*, 2003, vol. 4, pp. 7-26.
33. Hsu H. H., Wu C. Y. H. Board Composition, Grey Directors, and Corporate Failure in the UK. *The British Accounting Review*, 2014, vol. 46, no. 3, pp. 215-227. DOI: 10.1016/j.bar.2013.12.002.
34. Hu X., Lin D., Tosun O. K. The Effect of Board Independence on Firm Performance - New Evidence From Product Market Conditions. *The European Journal of Finance*, 2023, vol. 29, no. 4, pp. 363-392. DOI: 10.1080/1351847X.2022.2049448.
35. Jensen M. C., Meckling W. H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 1976, vol. 3, no. 4, pp. 305-360.
36. Knyazeva A., Knyazeva D., Masulis R. W. The Supply of Corporate Directors and Board Independence. *The Review of Financial Studies*, 2013, vol. 26, no. 6, pp. 1561-1605. DOI: 10.1093/rfs/hht020.
37. Kramarz F., Thesmar D. Social Networks in the Boardroom. *Journal of the European Economic Association*, 2013, vol. 11, no. 4, pp. 780-807. DOI: 10.1111/jeea.12021.
38. Larcker D., Tayan B. *Corporate Governance Matters*. New Jersey, Pearson Education (FT Press), 2015.

39. Liao L., Shi A. A., Unite A. A., Sullivan M. J. Grey Directors on Philippine Corporate Boards. *DLSU Business & Economics Review*, 2022, vol. 31, no. 2, pp. 1-24. DOI: 10.59588/2243-786X.1185.
40. Li Z., Unlu E., Wu J. Are Social Connections of Independent Directors All the Same? Evidence From Corporate Monitoring. *International Journal of Managerial Finance*, 2022, vol. 18, no. 5, pp. 812-832. DOI: 10.1108/IJMF-01-2021-0049.
41. Liu Y., Miletkov M. K., Wei Z., Yang T. Board Independence and Firm Performance in China. *Journal of Corporate Finance*, 2015, vol. 30, pp. 223-244. DOI: 10.1016/j.jcorpfin.2014.12.004.
42. Mishra S. Do Independent Directors Improve Firm Performance? Evidence From India. *Global Business Review*, 2023, vol. 24, no. 5, pp. 1092-1110. DOI: 10.1177/0972150920917310.
43. Muravyev A. Boards of Directors in Russian Publicly Traded Companies in 1998-2014: Structure, Dynamics and Performance Effects. *Economic Systems*, 2017, vol. 41, no. 1, pp. 5-25. DOI: 10.1016/j.ecosys.2016.12.001.
44. Muravyev A. Board Monitoring and Corporate Disclosure: The Role of the Institutional Environment and Firm-Level Governance. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 2025, vol. 15, no. 1, pp. 138-175. DOI: 10.1108/JAEE-08-2023-0221.
45. Popov K. Board Committee Diversity and Its Effects on Financial Performance: A Study of Russian Firms. *Journal of Corporate Finance Research*, 2024, vol. 18, no. 4, pp. 5-33. DOI: 10.17323/j.jcfr.2073-0438.18.4.2024.5-33.
46. Rahman D., Faff R., Oliver B. Does Board Independence Constrain Insider Opportunism? *Australian Journal of Management*, 2021, vol. 46, no. 3, pp. 499-522. DOI: 10.1177/0312896220946384.
47. Ringe W. G. Independent Directors: After the Crisis. *European Business Organization Law Review*, 2013, vol. 14, no. 3, pp. 401-424. DOI: 10.1017/S1566752912001206.
48. Santella P., Paone G., Drago C. How Independent Are Independent Directors? The Case of Italy. *German Working Paper in Law and Economics*, no. 1148, 2006.
49. Soboleva O., Makeeva E., Aslanyan G. The Influence of Corporate Governance Mechanisms on Fraud Probability: Evidence From Russian Companies. *Journal of Corporate Finance Research*, 2024, vol. 18, no. 1, pp. 49-61. DOI: 10.17323/j.jcfr.2073-0438.18.1.2024.49-61.
50. Vafeas N., Theodorou E. The Relationship Between Board Structure and Firm Performance in the UK. *The British Accounting Review*, 1998, vol. 30, pp. 383-407. DOI: 10.1006/bare.1998.0075.
51. Wintoki M. B., Linck J. S., Netter J. M. Endogeneity and the Dynamics of Internal Corporate Governance. *Journal of Financial Economics*, 2012, vol. 105, no. 3, pp. 581-606. DOI: 10.1016/j.jfineco.2012.03.005.
52. Yammeesri J., Herath S. K. Board Characteristics and Corporate Value: Evidence From Thailand. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 2010, vol. 10, no. 3, pp. 279-292. DOI: 10.1108/14720701011051910.
53. Zavertiaeva M., Shenkman E., Kazarina E. Does Independence of Board Committees Enhance Corporate Performance? The Case of Russia. *Emerging Markets Finance and Trade*, 2024, vol. 60, no. 6, pp. 1316-1335. DOI: 10.1080/1540496X.2023.2278649.