https://doi.org/10.31107/2075-1990-2025-5-93-109

Связь индексов корпоративного управления и дивидендных выплат компаний российского фондового рынка: сравнительный анализ

Полина Олеговна Щукина
E-mail: polina.schuckina@yandex.ru, ORCID: 0009-0007-8314-1165
МГУ им. М. В. Ломоносова, г. Москва, Российская Федерация
Петр Александрович Лавриненко
E-mail: lavrik3x@mail.ru, ORCID: 0000-0001-5570-8258
НИФИ Минфина России, г. Москва, Российская Федерация;
ИНП РАН, г. Москва, Российская Федерация
Ашот Гамлетович Мирзоян
E-mail: kell56@yandex.ru, ORCID: 0009-0005-9275-0099
МГУ им. М. В. Ломоносова, г. Москва, Российская Федерация
Анастасия Александровна Галич
E-mail: nastyagalich02@mail.ru, ORCID: 0009-0001-1773-6378
МГУ им. М. В. Ломоносова, г. Москва, Российская Федерация

Аннотация
Статья посвящена сравнительному анализу различных подходов к построению индексов качества корпоративного управления и их связи с дивидендными выплатами компаний российского фондового рынка. Основной акцент сделан на сравнении двух подходов к оценке качества корпоративного управления: первый основан на соблюдении рекомендаций Кодекса корпоративного управления Банка России, второй — на анализе объективных характеристик совета директоров. В качестве данных используются характеристики 28 публичных компаний российского фондового рынка за период с 2010 по 2024 г. Для построения индексов применялись метод равных весов и метод главных компонент. В результате построения регрессионных моделей для временного периода до 2022 г. была выявлена положительная связь между качеством корпоративного управления и дивидендными выплатами. При помощи модели случайного леса было показано, что наибольшую объясняющую способность продемонстрировал индекс, включающий в себя как объективные характеристики совета директоров, так и переменные, отражающие соблюдение рекомендаций Кодекса корпоративного управления Банка России, а наименьшую — индекс, учитывающий только характеристики совета директоров с равными весами. При этом в 2023 и 2024 гг. наблюдался структурный сдвиг: построенные индексы перестали быть значимыми предикторами дивидендных выплат.

Ключевые слова: *корпоративное управление, индекс, дивидендные выплаты, совет директоров*

JEL: *G34, G35*

Для цитирования: *Щукина П. О., Лавриненко П. А., Мирзоян А. Г., Галич А. А. Связь индексов корпоративного управления и дивидендных выплат компаний российского фондового рынка: сравнительный анализ // Финансовый журнал. 2025. Т. 17. № 5. С. 93–109. https://doi.org/10.31107/2075-1990-2025-5-93-109.*

https://doi.org/10.31107/2075-1990-2025-5-93-109

The Relationship between Corporate Governance Indices and Dividend Payments of Russian Stock Market Companies: A Comparative Analysis

Polina O. Shchukina[1], ***Petr A. Lavrinenko***[2, 5], ***Ashot G. Mirzoyan***[3], ***Anastasia A. Galich***[4]

[1, 3, 4] *Lomonosov Moscow State University, Moscow, Russian Federation*
[2] *Financial Research Institute, Moscow, Russian Federation*
[5] *Institute of Economic Forecasting, Russian Academy of Sciences, Moscow, Russian Federation*

[1] *polina.schuckina@yandex.ru, https://orcid.org/0009-0007-8314-1165*
[2, 5] *lavrik3x@mail.ru, https://orcid.org/0000-0001-5570-8258*
[3] *kell56@yandex.ru, https://orcid.org/0009-0005-9275-0099*
[4] *nastyagalich02@mail.ru, https://orcid.org/0009-0001-1773-6378*

Abstract
The article is devoted to a comparative analysis of various approaches to the construction of corporate governance quality indices and their relationship with dividend payments of companies in the Russian stock market. The main emphasis is placed on the comparison of two approaches to assessing the quality of corporate governance: the first is based on compliance with the recommendations of the Bank of Russia's Corporate Governance Code, while the second is based on the analysis of objective characteristics of the board of directors. The data used are characteristics of 28 public companies in the Russian stock market for the period from 2010 to 2024. Two methods were used to construct indices: equal weights and the principal component method. As a result of constructing regression models for the period up to 2022, a positive correlation between the quality of corporate governance and dividend payments was revealed. Using the random forest model, it was demonstrated that the highest explanatory power was shown by the index that included both objective characteristics of the board of directors and variables reflecting compliance with the recommendations of the Bank of Russia's Corporate Governance Code, while the lowest was shown by the index that took into account only the characteristics of the board of directors with equal weights. Nevertheless, a structural shift is observed in 2023 and 2024: the constructed indices have ceased to be significant predictors of dividend payments.

Keywords: *corporate governance, index, dividend payments, board of directors*

JEL: *G34, G35*

For citation: *Shchukina P.O., Lavrinenko P.A., Mirzoyan A.G., Galich A.A. (2025). The Relationship between Corporate Governance Indices and Dividend Payments of Russian Stock Market Companies: A Comparative Analysis. Financial Journal, 17 (5), 93–109 (in Russ.). https://doi.org/10.31107/2075-1990-2025-5-93-109.*

ВВЕДЕНИЕ

Качество корпоративного управления (КУ) играет ключевую роль в развитии компаний и привлечении инвестиций [Gompers et al., 2003], особенно в условиях российского рынка, для которого характерны высокая концентрация собственности и активное участие государства в капитале компаний [Амбарднишвили и др., 2017; Назарова, Емельянова, 2020]. Сильное корпоративное управление способствует защите прав миноритарных акционеров, повышает прозрачность деятельности и снижает агентские издержки, что в итоге отражается на финансовых результатах компании, включая дивидендную политику [Jiraporn et al., 2011]. В условиях структурной трансформации российской экономики, высокой концентрации собственности и активного участия государства качественное корпоративное управление становится ключевым фактором инвестиционной привлекательности и развития компаний. Несмотря на усилия регуляторов, в частности разработку

и постоянное обновление Банком России Кодекса корпоративного управления, проблема заключается в отсутствии единого подхода к оценке как эффективности этих мер, так и их влияния на результаты деятельности компаний.

В исследованиях КУ выделяют несколько подходов к оценке его качества: анализ характеристик совета директоров, использование рейтингов аналитических агентств и использование авторских индексов.

Данная статья является продолжением исследования, опубликованного во втором номере «Финансового журнала» [Щукина и др., 2025]. В предыдущей работе нами была показана значимая связь между индексом корпоративного управления и величиной дивидендных выплат российских компаний. При этом был рассмотрен только один из подходов к построению индекса.

Целью данной статьи является определение подхода к построению индекса качества КУ, который позволяет наилучшим образом прогнозировать дивидендные выплаты компаний на российском рынке. Для достижения этой цели в работе решаются следующие задачи: устанавливается набор переменных, характеризующих качество корпоративного управления (в частности — характеристики совета директоров); выбираются математические методы для построения индексов качества КУ; определяется подход к выявлению наилучшего индекса. По результатам проведенного анализа было построено несколько индексов. Первый индекс КУ формируется на основе степени соблюдения компаниями рекомендаций Кодекса корпоративного управления Банка России (ККУ). Второй отражает объективные характеристики совета директоров (СД) рассматриваемых компаний. Третий учитывает оба вида характеристик. Для составления индексов используются два подхода: на основе равных весов и метода главных компонент. По результатам построения модели случайного леса было показано, что индекс, рассчитанный при помощи метода главных компонент с включением переменных, отражающих как характеристики СД, так и степень соответствия требованиям ККУ, обладает наибольшей предсказательной силой для дивидендных выплат российских компаний.

В статье пять разделов. В первом разделе рассматривается мировой опыт анализа связи между характеристиками совета директоров и дивидендными выплатами компаний. Во втором разделе анализируются подходы к построению индексов качества корпоративного управления. Третий раздел включает описание данных и методов. В четвертом разделе приведены результаты построения математических моделей для периода с 2010 по 2022 г. В пятом разделе описаны результаты моделирования для временного периода с 2010 по 2024 г.

СВЯЗЬ ХАРАКТЕРИСТИК СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ С ДИВИДЕНДНЫМИ ВЫПЛАТАМИ

Одним из подходов к определению качества корпоративного управления является анализ характеристик совета директоров (СД). В данной работе при анализе связи между характеристиками СД и дивидендными выплатами мы опираемся на положения модели результата, представленной в [La Porta et al., 2000]. Эта модель подразумевает, что дивидендные выплаты выступают следствием развитой системы защиты прав акционеров. Наличие действенных механизмов КУ позволяет миноритарным акционерам влиять на политику компании, в том числе добиваться распределения прибыли через дивидендные выплаты. Это ограничивает возможности менеджмента и контролирующих акционеров использовать свободные денежные потоки в своих интересах [La Porta et al., 2000].

Совет директоров представляет собой ключевой элемент системы корпоративного управления. Степень контроля над деятельностью исполнительного руководства во многом обусловлена составом совета и индивидуальными характеристиками его участников [Adams et al., 2010]. Для оценки качества корпоративного управления в исследованиях используются различные подходы. В ряде публикаций авторы концентрируются на изучении

отдельных характеристик совета директоров [Амбарднишвили и др., 2017; Назарова, Емельянова, 2020; Schukina et al., 2025; Tahir et al., 2020]. Наиболее часто анализируемыми характеристиками являются независимость состава совета директоров [Sharma, Vineeta, 2011], гендерное разнообразие совета [Chen et al., 2017], средний возраст членов совета директоров [Thompson et al., 2020], размер совета директоров, число заседаний [Ntim, Osei, 2011], наличие директоров с зарубежным опытом [Tao et al., 2022] и постоянство состава СД [Schukina et al., 2025].

Независимые директора заинтересованы в осуществлении контроля за действиями менеджмента, поскольку утрата доверия акционеров и деловой репутации может негативно сказаться на их профессиональном статусе [Borokhovich et al., 2005]. Большая доля независимых директоров в совете способствует усилению контроля за менеджерами компании в целях предотвращения их недобросовестного поведения [Sharma, Vineeta, 2011].

Доля женщин в составе СД неоднозначно связана с качеством корпоративного управления: с одной стороны, женщины-директора способствуют повышению качества корпоративного управления за счет более строгого соблюдения этических стандартов [Murhadi et al., 2022]. С другой стороны, значительная доля женщин может усложнять процесс принятия решений из-за разнообразия подходов к управлению, обусловленного гендерным различием, или не оказывать значимого эффекта на качество корпоративного управления, если назначение женщин носит формальный характер [Orazalin, 2020].

Исследования показывают, что с возрастом директора становятся более консервативными, менее склонными к рискованным стратегиям и чаще поддерживающими дивидендные выплаты [Boumosleh, Cline, 2015]. Стаж работы в совете директоров также оказывает значимое влияние на дивидендные выплаты. Недавно назначенные члены совета чаще ориентированы на рискованные проекты и инновации для демонстрации быстрых результатов, тогда как директора с большим стажем способствуют улучшению контрольных функций, снижая риски для миноритарных акционеров [Niu, Berberich, 2015]. Размер совета директоров различным образом влияет на качество корпоративного управления: увеличение численности может затруднять координацию и снижать эффективность контроля, но при этом обеспечивать всестороннюю экспертизу со стороны членов СД и лучший контроль за деятельностью менеджмента [Ntim, Osei, 2011].

Наличие в совете директоров членов с международным опытом помогает внедрять современные стандарты корпоративного управления, особенно в странах со слабой защитой прав инвесторов [Iliev, Roth, 2018]. Чем больше таких директоров в совете, тем лучше работает система контроля за руководством компании [Xiang et al., 2024]. При этом в компаниях, где часто меняется состав совета директоров, чаще встречается недобросовестное поведение менеджеров [Jiraporn, Chintrakarn, 2009], тогда как при стабильном составе совет лучше контролирует действия менеджеров и может обеспечить более высокие дивидендные выплаты [Schukina et al., 2025]. Регулярные заседания совета директоров позволяют лучше контролировать работу компании и принимать обоснованные решения [Elmagrhi et al., 2017].

Таким образом, при построении индекса качества корпоративного управления мы используем следующие характеристики СД: размер, доля женщин, число заседаний, средний возраст членов СД, средний срок пребывания в СД, доля независимых директоров, доля директоров с зарубежным опытом, доля директоров, оставшихся членами СД по сравнению с предыдущим годом.

ПОДХОДЫ К ПОСТРОЕНИЮ ИНДЕКСОВ КАЧЕСТВА КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ

Рассмотрим подходы к оценке корпоративного управления на основе индексов. Индекс корпоративного управления представляет собой агрегированный показатель, отражающий качество КУ. Индексы могут быть предоставлены аналитическими агентствами

[Adjaoud, Ben-Amar, 2010; Bozec R., Bozec Y., 2012], а также созданы самими исследователями [Black et al., 2017; Chen et al., 2007; Nsour, Al-Rjoub, 2022].

Индекс КУ от Institutional Shareholder Services (ISS) — один из самых распространенных индексов, используемых в литературе [Jiraporn et al., 2011; Ларин и др., 2020]. Индекс оценивает корпоративное управление по четырем ключевым категориям: структура совета директоров, защита прав акционеров, размер вознаграждений руководства, а также качество финансовой отчетности. На выборке из развивающихся стран была обнаружена значимая положительная связь между индексом ISS и дивидендными выплатами компаний [Jiraporn et al., 2011].

В исследовании [Adjaoud, Ben-Amar, 2010] использовался индекс, составляемый газетой The Globe & Mail, на ежегодной основе публикующей рейтинг по корпоративному управлению канадских публичных компаний. Данный индекс содержит информацию по четырем категориям: состав совета директоров, политика в области вознаграждения членов СД и владения акциями, права акционеров и раскрытие информации. Была выявлена значимая положительная связь между рассматриваемым индексом и дивидендными выплатами канадских компаний в период с 2002 по 2005 г. Индекс Riskmetrics [Zagorchev, Gao, 2015] формируется на основе таких характеристик, как возраст, пол, расовая принадлежность, наличие экспертных знаний в релевантных областях, а также опыт работы в советах директоров. Рейтинг GMI, разработанный компанией Governance Metrics International [Bozec R., Bozec Y., 2012], оценивает управленческие практики и политику компании, сопоставляя их с аналогичными показателями других организаций как на уровне конкретного штата, так и среди всех компаний, включенных в базу данных.

В ряде исследований разрабатываются авторские индексы корпоративного управления, которые формируются на основе совокупности показателей, таких как состав совета директоров, структура владения и степень следования рекомендациям корпоративных кодексов, действующих в соответствующих странах [Black et al., 2017; Chen et al., 2007; Nsour, Al-Rjoub, 2022].

Одним из преимуществ построения собственных индексов является возможность самостоятельного определения характеристик корпоративного управления, включаемых в индекс [Bozec R., Bozec Y., 2012]. Это позволяет учитывать страновые особенности или уникальные аспекты исследуемых компаний, что зачастую невозможно при использовании стандартных индексов, составленных аналитическими агентствами. В исследованиях по корпоративному управлению распространен подход, при котором индекс качества строится на основе соблюдения компаниями ключевых принципов национальных кодексов корпоративного управления. В работе [Щукина и др., 2025] для российских компаний был разработан индекс, учитывающий соответствие компаний рекомендациям Кодекса корпоративного управления Банка России. Аналогичная методология применялась в исследовании [Shamsabadi et al., 2021], где индекс корпоративного управления австралийских компаний рассчитывался на основе соблюдения Принципов корпоративного управления ASX[1], охватывающих структуру совета директоров, аудит и систему вознаграждений.

Различные подходы к определению весов показателей корпоративного управления могут существенно влиять на итоговые оценки его эффективности и характер выявленных связей с результативностью компании [Nerantzidis, 2018]. Авторы сравнивают три основных подхода: метод с равными весами для всех переменных; метод частичного соответствия, в рамках которого сначала рассчитывается выполнение требований внутри

[1] *ASX Corporate Governance Council. Corporate Governance Principles and Recommendations, 4th edition / Australian Institute of Company Directors. URL: https://www.aicd.com.au/good-governance/asx-corporate/principles.html.*

каждой группы показателей КУ, а затем берется среднее по категориям; экспертный метод, основанный на оценках независимых директоров. Анализ данных 173 греческих компаний за 2011 г. показывает существенные расхождения в результатах в зависимости от выбранного метода. Экспертный подход демонстрирует более высокие оценки качества КУ по сравнению с методом равных весов и демонстрирует значимую положительную связь с рыночной стоимостью компаний, тогда как два других метода либо показывают слабую корреляцию, либо вообще не обнаруживают статистически значимой зависимости. Наибольший вес в экспертных оценках получают такие критерии, как структура совета директоров и система внутреннего контроля, что подчеркивает их ключевую роль в корпоративном управлении.

Для построения индексов также используется метод главных компонент (Principal Component Analysis — PCA), позволяющий агрегировать информацию о характеристиках корпоративного управления [Tarchouna et al., 2017]. Кроме того, метод главных компонент помогает устранить проблему мультиколлинеарности, которая возникает при использовании большого числа коррелированных переменных в качестве регрессоров [Agrawal, Knoeber, 1996; Ammann et al., 2011]. При помощи данного метода был построен индекс корпоративного управления для американских банков с использованием таких переменных, как независимость совета директоров, его численность, совмещение должностей генерального директора и председателя совета директоров, а также структура собственности компании [Tarchouna et al., 2017].

Исходя из проведенного обзора литературы, мы опираемся на разные подходы к построению индексов КУ. Нами используются как характеристики СД, так и переменные, отражающие степень соблюдения компаниями рекомендаций Кодекса корпоративного управления Банка России. Для формирования индексов КУ применяются такие методы, как взвешивание с равными весами и метод главных компонент.

ОПИСАНИЕ ДАННЫХ И МЕТОДОВ

В данном разделе описываются подходы, которые мы используем при построении индексов и выявлении их связи с дивидендными выплатами. Перед формированием индексов все переменные стандартизируются путем вычитания среднего и деления на стандартное отклонение — это позволяет привести все переменные к одной размерности.

Если между переменными наблюдается высокая корреляция, то применение метода главных компонент позволяет построить индекс, сохраняющий наибольшую долю информации об исходных переменных. Сильно коррелированные переменные входят в индекс с большими коэффициентами, а слабо коррелированные — с маленькими. С содержательной точки зрения включение переменных в индекс предполагает, что все они характеризуют высокое качество КУ и изменяются сонаправленно.

В работе используется три вида индексов, отражающих качество корпоративного управления. Для расчета индекса *первого типа* (индекс ККУ^{Lin}) используются показатели, отражающие степень соблюдения компаниями рекомендаций Кодекса КУ Банка России. Для вычисления степени соблюдения рекомендаций ККУ мы используем подход, описанный в [Щукина и др., 2025]: число соблюдаемых рекомендаций берется с весом, равным единице, частично соблюдаемых рекомендаций — с весом, равным нулю, а несоблюдаемых рекомендаций — с весом, равным минус единице. Затем получившаяся сумма делится на общее число рекомендаций. Мы рассчитываем индексы для шести разделов ККУ по отдельности: «права акционеров и равенство условий для акционеров при осуществлении ими своих прав», «совет директоров общества», «корпоративный секретарь», «система вознаграждения членов совета директоров, исполнительных органов и иных ключевых руководящих работников общества», «система управления рисками и внутреннего контроля», «раскрытие информации об обществе, информационная

политика общества». Использование этих разделов обусловлено значимой корреляцией между каждым из построенных по ним индексов и переменной, отражающей величину дивидендных выплат. Для получения общего индекса качества КУ построенные по отдельным разделам индексы стандартизируются, а затем складываются с равными весами (сумма индексов делится на число разделов). Заметим, что в данном случае подход на основе метода главных компонент приводит к получению весов, близких к равным, а потому не используется при построении данного индекса.

При расчете индексов *второго типа* используются характеристики совета директоров: размер, доля женщин, логарифм числа заседаний за год, средний возраст членов, средний срок пребывания директоров в составе СД, доля независимых директоров, доля директоров с зарубежным опытом, доля директоров, оставшихся членами СД по сравнению с прошлым годом. Влияние данных характеристик на дивидендные выплаты по отдельности было проанализировано в нашем предыдущем исследовании [Schukina et al., 2025]. Индекс СД^{Lin} построен путем сложения переменных, отражающих характеристики СД с равными весами. Для построения индекса СД^{PCA} мы применяем метод главных компонент к характеристикам СД. При этом некоторые переменные демонстрировали отрицательную корреляцию с другими переменными, а потому были исключены из индекса[2]: размер СД, доля женщин, логарифм числа заседаний СД. В качестве индекса используется первая главная компонента.

Так же строится индекс, включающий в себя как характеристики СД, так и показатели соблюдения компаниями рекомендаций ККУ (это индекс *третьего типа*, индекс КУ^{PCA}). На первом шаге отбираются переменные, которые будут включены в индекс. Для этого строятся модели регрессии с фиксированными эффектами для компаний, где в качестве зависимой переменной используется дивидендная доходность, а в качестве регрессоров применяются контрольные переменные и одна из четырнадцати переменных, характеризующих корпоративное управление (шесть индексов для разделов ККУ и восемь переменных, характеризующих СД). Затем мы отбираем семь переменных (сокращаем число переменных вдвое), модели для которых демонстрируют наибольшее значение коэффициента детерминации. На последнем шаге на основе отобранных переменных строится индекс при помощи метода главных компонент. Описательные статистики этих переменных приведены в Приложении (табл. П1).

Мы также применяем модель случайного леса для определения того, какие индексы оказываются наиболее информативными (вносят наибольший вклад в предсказание) по отношению к дивидендным выплатам российских компаний. Выбор модели обусловлен высоким уровнем корреляции между индексами, а потому их одновременное включение в модель линейной регрессии приводит к возникновению проблемы мультиколлинеарности. Случайный лес представляет собой ансамбль из регрессионных деревьев и является устойчивым по отношению к использованию коррелированных переменных. По сравнению с методами, основанными на линейной регрессии, случайный лес позволяет выявлять нелинейные связи между переменными. По результатам построения модели определяется индекс, вносящий наибольший вклад в предсказание зависимых переменных. Схожего подхода для выделения наиболее информативных переменных придерживаются и в других работах [Галич, Мирзоян, 2024]. Перед построением модели мы переходим к внутригрупповому преобразованию по всем переменным: из значения каждой переменной вычитается среднее значение данной переменной для соответствующей компании. Это позволяет учесть различия в средних значениях зависимых переменных для разных компаний.

---

[2] *В противном случае они входили бы в индекс с отрицательными весами, что противоречит теориям, описанным в обзоре литературы.*

Рассматриваемые нами индексы имеют свои преимущества и недостатки. Так, индекс, отражающий степень соблюдения рекомендаций ККУ, включает в себя большое количество характеристик корпоративного управления, однако формируется он исходя из оценки степени соблюдения рекомендаций самой компанией. При этом индекс, построенный на основе характеристик СД, опирается на объективные показатели, однако не включает в себя другие элементы корпоративного управления.

Как и в предшествующем исследовании, для проведения анализа мы используем выборку по 28 публичным нефинансовым компаниям российского фондового рынка за период с 2010 по 2024 г. Все данные собраны из публичных отчетов компаний, общее число наблюдений в выборке — 258. Каждая из рассматриваемых компаний как минимум четыре раза входила в индекс Мосбиржи (IMOEX) и хотя бы один раз выплачивала дивиденды в рамках рассматриваемого периода.

В качестве зависимой используется переменная дивидендной доходности акций. Для оценивания связи между полученными индексами и зависимой переменной применяются модели с фиксированными эффектами. В качестве контрольных добавляются следующие переменные: доля государственного участия, рентабельность активов, отношение нераспределенной прибыли к собственному капиталу, отношение капитальных затрат к выручке, логарифм активов, отношение долга к активам [Shchukina et al., 2025].

В связи с изменениями требований к предоставлению отчетности публичных компаний в 2023 г. мы отдельно строим модели для периода до 2022 г. включительно (раздел 4 статьи) и модели, учитывающие интервал с 2010 по 2024 г. (раздел 5).

РЕЗУЛЬТАТЫ ПОСТРОЕНИЯ МОДЕЛЕЙ В ПЕРИОД ДО 2022 г.

В табл. 1 приведены веса, с которыми переменные используются для построения индексов.

Таблица 1

Весовые коэффициенты, используемые при построении индексов на основе характеристик СД

Переменная	Индекс ККУ^{Lin}	Индекс СД^{Lin}	Индекс СД^{PCA}	Индекс КУ^{PCA}
Индекс ККУ: раздел 1	0.166	–	–	0.160
Индекс ККУ: раздел 2	0.166	–	–	–
Индекс ККУ: раздел 3	0.166	–	–	0.143
Индекс ККУ: раздел 4	0.166	–	–	–
Индекс ККУ: раздел 5	0.166	–	–	0.192
Индекс ККУ: раздел 6	0.166	–	–	0.188
Размер СД	–	0.125	–	–
Доля женщин в СД	–	0.125	–	0.029
Логарифм числа заседаний СД	–	0.125	–	–
Средний возраст членов СД	–	0.125	0.260	–
Средний срок пребывания в СД	–	0.125	0.264	0.163
Доля независимых директоров	–	0.125	0.098	–
Доля директоров с зарубежным опытом	–	0.125	0.166	–
Доля директоров, оставшихся членами СД	–	0.125	0.212	0.124

Примечание: далее приведены названия разделов Кодекса КУ Банка России. Раздел 1 — «Права акционеров и равенство условий для акционеров при осуществлении ими своих прав»; раздел 2 — «Совет директоров общества»; раздел 3 — «Корпоративный секретарь общества»; раздел 4 — «Система вознаграждения членов совета директоров, исполнительных органов и иных ключевых руководящих работников общества»; раздел 5 — «Система управления рисками и внутреннего контроля»; раздел 6 — «Раскрытие информации об обществе, информационная политика общества».
Источник: расчеты авторов.

В связи с тем, что главная компонента является линейной комбинацией исходных переменных, мы приводим веса, с которыми переменные входят в индекс (для этого была построена линейная регрессия индекса по входящим в него компонентам, а затем полученные коэффициенты регрессии были нормированы до единицы) (табл. 1). Все построенные индексы демонстрируют значимую корреляцию друг с другом и зависимой переменной (табл. 2).

Таблица 2

Корреляционная матрица индексов корпоративного управления

	Индекс ККУ^{Lin}	Индекс СД^{Lin}	Индекс СД^{PCA}	Индекс КУ^{PCA}
Индекс СД^{Lin}	0.40***			
Индекс СД^{PCA}	0.37***	0.85***		
Индекс КУ^{PCA}	0.90***	0.59***	0.63***	
Дивидендная доходность	0.36***	0.26***	0.22***	0.38***

*Примечание: * — p < 0.1; ** — p < 0.05; *** — p < 0.01.*
Источник: расчеты авторов.

При использовании метода главных компонент для построения индекса СД^{PCA} было получено, что первая главная компонента сохраняет в себе 45,9% (собственное значение 2,29) всей информации, содержащейся в данных, вторая — 23,7% (собственное значение 1,19), а третья — 13,7% (собственное значение 0,69). В качестве индекса используется первая главная компонента. Факторные нагрузки приведены в табл. П2 Приложения.

При использовании метода главных компонент для построения индекса КУ^{PCA} было получено, что первая главная компонента сохраняет в себе 36,7% (собственное значение 2,57) всей информации, содержащейся в данных, вторая — 18,9% (собственное значение 1,32), третья — 13,4% (собственное значение 0,94). В качестве индекса используется первая главная компонента. Факторные нагрузки приведены в табл. П3 Приложения.

Все построенные индексы демонстрируют значимую связь с зависимой переменной (табл. 3). Во всех моделях отсутствует мультиколлинеарность (VIF < 4). Выбор моделей с фиксированными эффектами был сделан по результатам проведения теста Хаусмана (*p*-value < 0,01 для каждой модели). При построении моделей использованы робастные стандартные ошибки.

Таблица 3

Модели с фиксированными эффектами для индексов на выборке до 2022 г.

Модели	(1)	(2)	(3)	(4)
Индекс ККУ^{Lin}	0.014** (0.006)			
Индекс СД^{Lin}		0.029*** (0.009)		
Индекс СД^{PCA}			0.019** (0.008)	
Индекс КУ^{PCA}				0.021*** (0.007)
Число наблюдений	229	229	229	229
Контрольные переменные	Да	Да	Да	Да
R^2	0.210	0.206	0.207	0.226
F-статистика	7.347***	7.210***	7.255***	8.079***

*Примечание: во всех моделях в качестве контрольных переменных использовались доля государственного участия, рентабельность активов, отношение нераспределенной прибыли к собственному капиталу, отношение капитальных затрат к выручке, логарифм активов, отношение долга к активам. Во всех моделях использованы фиксированные эффекты компаний. В качестве зависимой переменной используется дивидендная доходность акций. Используются робастные стандартные ошибки. * — p < 0.1; ** — p < 0.05; *** — p < 0.01.*
Источник: расчеты авторов.

Заметим, что модель, включающая индекс, отражающий степень следования рекомендациям ККУ (табл. 3, модель 1), имеет более высокую предсказательную способность (R^2) по сравнению с моделями, включающими индексы, построенные на основе характеристик СД (табл. 3, модели 2–3). При этом индекс, включающий в себя два вида переменных, демонстрирует наибольшую предсказательную силу среди всех индексов (табл. 3, модель 4). Это согласуется с результатами, полученными при построении модели случайного леса[3]: в табл. 4 приведены переменные в порядке убывания их важности при предсказании значений зависимых переменных (чем меньше значение, тем важнее индекс).

Таблица 4

Относительная важность индексов при предсказании зависимых переменных с помощью модели случайного леса

Индекс	Дивидендная доходность
Индекс КУ^{PCA}	1
Индекс ККУ^{Lin}	2
Индекс СД^{PCA}	3
Индекс СД^{Lin}	4

Источник: расчеты авторов.

Таким образом, индекс, построенный на основании степени соблюдения рекомендаций ККУ, обладает большей предсказательной силой, чем индексы, построенные на основании характеристик совета директоров. Наиболее информативным из индексов, построенных на основании характеристик СД, оказывается индекс, построенный на основе метода главных компонент. При этом индекс, объединяющий в себе оба вида характеристик, обладает наибольшей предсказательной силой среди всех рассмотренных индексов.

РЕЗУЛЬТАТЫ ПОСТРОЕНИЯ МОДЕЛЕЙ НА ВСЕЙ ВЫБОРКЕ

Начиная с 2023 г. существенно изменились подходы к раскрытию отчетности российских компаний. Данные изменения связаны с рядом послаблений, введенных после 2022 г.[4], которые предоставили компаниям право отказаться от раскрытия отчетности. В связи с этим некоторые компании перестали публиковать годовые отчеты, а у части компаний в них стало содержаться значительно меньше информации, касающейся корпоративного управления. Так, многие компании не раскрывали информацию об именах членов совета директоров, их возрасте, наличии у них зарубежного профессионального опыта или гражданства. В связи с этим включение в анализ некоторых переменных за период 2023–2024 гг. оказывается невозможным: средний возраст членов СД, средний срок пребывания в СД, доля директоров с зарубежным опытом, доля директоров, оставшихся членами СД. Поэтому мы строим линейный индекс качества КУ (индекс СД^{Lin_2}) с использованием четырех характеристик СД: размер СД, доля женщин, логарифм числа заседаний СД, доля независимых директоров. Мы сравниваем модели, которые

[3] *При построении случайного леса использовались следующие мета-параметры: 754 регрессионных дерева, для каждого разделения используется три переменные, в качестве целевой метрики применялась RMSE.*

[4] *Постановлением Правительства Российской Федерации от 18 марта 2022 г. № 395 в 2022 г. этим организациям предоставлено право отказаться от раскрытия отчетности // СПС «КонсультатПлюс». URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_412407/5cb6fbe6ef057a525d466d6e79630a1cdc1cdc18/.*

включают индекс качества КУ и построены на данных до 2022 г., с моделями, построенными на полной выборке.

При этом большинство компаний из нашей выборки продолжило раскрывать информацию о соответствии положениям ККУ. Это позволяет построить индекс, включающий в себя степень соблюдения требований ККУ в соответствии с методологией, описанной выше (индекс $ККУ^{Lin}$). В связи с сокращением числа доступных переменных мы не используем метод главных компонент.

При построении моделей мы также добавляем произведение построенных индексов и бинарной переменной, принимающей значение, равное единице, для периода 2023–2024 гг. Это позволяет проверить гипотезу о наличии структурного сдвига: изменении связи между индексом качества корпоративного управления и дивидендными выплатами. Результаты построения моделей приведены в табл. 5. Модели 5 и 7 построены по данным до 2022 г., а модели 6 и 8 — по всей выборке.

Таблица 5

Модели с фиксированными эффектами для индексов с учетом 2023 и 2024 гг.

Номер модели	(5)	(6)	(7)	(8)
Индекс $ККУ^{Lin}$	0.014** (0.006)	0.011** (0.005)		
Индекс $ККУ^{Lin}$ × 1 (период 2023–2024)		−0.007 (0.022)		
Индекс $СД^{Lin_2}$			0.002 (0.011)	−0.003 (0.010)
Индекс $СД^{Lin_2}$ × 1 (период 2023–2024)				−0.027* (0.016)
Число наблюдений	229	258	229	258
Контрольные переменные	Да	Да	Да	Да
R^2	0.210	0.192	0.185	0.188
F-статистика	7.347***	6.591***	6.287***	6.434***

*Примечания: во всех моделях в качестве контрольных переменных были использованы доля государственного участия, рентабельность активов, отношение нераспределенной прибыли к собственному капиталу, отношение капитальных затрат к выручке, логарифм активов, отношение долга к активам. Во всех моделях применялись фиксированные эффекты компаний. В качестве зависимой переменной выбрана дивидендная доходность акций. Используются робастные стандартные ошибки. * — $p < 0.1$; ** — $p < 0.05$; *** — $p < 0.01$.*

Включение в анализ данных за 2023–2024 гг. привело к снижению R^2 для моделей, включающих индекс $ККУ^{Lin}$. В период 2023–2024 гг. коэффициент перед индексом $ККУ^{Lin}$ оказывается незначимым (гипотеза о равенстве нулю суммы коэффициентов перед переменными Индекс $ККУ^{Lin}$ и Индекс $ККУ^{Lin}$×1 (период 2023–2024) не отвергается), что позволяет говорить о наличии структурного сдвига. Коэффициент перед линейным индексом качества корпоративного управления (Индекс $СД^{Lin_2}$), построенного с использованием четырех характеристик СД, оказывается незначимым (гипотеза о равенстве нулю суммы коэффициентов перед переменными Индекс $СД^{Lin_2}$ и Индекс $СД^{Lin_2}$×1 (период 2023–2024) также не отвергается).

Исходя из этого, можно сделать несколько выводов. Во-первых, в период 2023–2024 гг. индекс качества КУ, построенный на основе информации о степени соблюдения ККУ, перестает быть предиктором дивидендных выплат. Во-вторых, информации о характеристиках СД, раскрываемой компаниями в данный период, оказывается недостаточно для построения индекса, обладающего предсказательной силой для дивидендных выплат даже на временном отрезке до 2022 г.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Данная работа является продолжением предыдущего исследования, опубликованного во втором номере Финансового журнала за 2025 г. В ней проведен сравнительный анализ различных подходов к построению индексов качества корпоративного управления (КУ) и их связи с дивидендными выплатами российских компаний. Основное внимание уделено нескольким типам индексов: первый основан на степени соблюдения рекомендаций Кодекса корпоративного управления Банка России, а второй — на объективных характеристиках совета директоров. Для их построения использовались различные подходы к формированию весов, в том числе метод главных компонент.

Результаты исследования показали, что в период между 2010 и 2022 гг. улучшение качества корпоративного управления приводило к увеличению дивидендных выплат, что подтверждает положения модели результата. При этом разработанный индекс степени соблюдения требований ККУ продемонстрировал более высокую прогностическую силу в сравнении с индексами, основанными только на характеристиках совета директоров. Это свидетельствует о том, что комплексный подход, учитывающий соблюдение нормативных требований, более точно отражает уровень корпоративного управления и его влияние на дивидендную политику.

Среди индексов, основанных на характеристиках совета директоров, наиболее информативным для предсказания величины дивидендных выплат оказался индекс, построенный методом главных компонент. Это подчеркивает важность учета взаимосвязей между различными аспектами работы совета директоров, такими как опыт, независимость и стабильность состава. Однако даже этот индекс уступает по информативности индексу на основе ККУ, что указывает на ограниченность подхода, фокусирующегося только на характеристиках совета директоров без учета других элементов корпоративного управления.

Наилучшие результаты демонстрирует подход к построению индекса, основанный на методе главных компонент с включением как характеристик СД, так и переменных, отражающих соблюдение требований ККУ. Практическая значимость работы заключается в том, что она предоставляет инвесторам и регуляторам инструмент для оценки качества корпоративного управления на российском рынке.

При этом в период, включающий 2023 и 2024 гг., связь между качеством корпоративного управления и дивидендными выплатами не обнаруживается. Это говорит о наличии структурного сдвига, связанного как с изменением требований к предоставлению отчетности, так и с новой ситуацией в экономике страны.

К ограничениям исследования стоит отнести относительно небольшую по размеру выборку компаний. В качестве направлений для будущих исследований можно предложить включение в индексы большего числа переменных, характеризующих качество корпоративного управления: характеристики комитетов при совете директоров, особенности независимого аудитора, структуру владения акциями и другие переменные.

Список источников

1. Амбарднишвили Т. Г. и др. Совет директоров и дивидендная политика в российских компаниях с прямым государственным участием // Journal of Corporate Finance Research / Корпоративные финансы. 2017. Т. 11. № 1. С. 50–77. https://doi.org/10.17323/J.JCFR.2073- 0438.11.1.2017.50-77.
2. Галич А. А., Мирзоян А. Г. Влияние неопределенности текста форм S-1 на недооценку IPO // Экономический журнал ВШЭ. 2024. Т. 28. № 2. С. 248–275. https://doi.org/10.17323/1813-8691-2024-28-2-248-275.
3. Ларин А., Новак А., Хвостова И. Влияние корпоративного управления на дивидендные выплаты на разных стадиях жизненного цикла корпорации // Вестник Санкт-Петербургского университета. Экономика. 2020. Т. 35. № 4. С. 569–587. https://doi.org/10.21638/spbu05.2019.404.

4. Назарова В. В., Емельянова Е. О. Дивидендная политика российских компаний с участием государства: оценка влияния совета директоров // Вестник Санкт-Петербургского университета. Менеджмент. 2020. Т. 19. № 1. С. 97–125. https://doi.org/10.21638/11701/spbu08.2020.104.
5. Щукина П. О., Лавриненко П. А., Мирзоян А. Г., Галич А. А. Связь качества корпоративного управления и дивидендных выплат компаний российского фондового рынка: подход на основе индекса качества // Финансовый журнал. 2025. Т. 17. № 2. С. 122–136. https://doi.org/10.31107/2075-1990-2025-2-122-136.
6. 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. № 1. P. 58–107.
7. Adjaoud F., Ben-Amar W. Corporate Governance and Dividend Policy: Shareholders' Protection or Expropriation? // Journal of Business Finance & Accounting. 2010. Vol. 37. № 5–6. P. 648–667. https://doi.org/10.1111/J.1468-5957.2010.02192.X.
8. Agrawal A., Knoeber C. R. Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders // The Journal of Financial and Quantitative Analysis. 1996. Vol. 31. № 3. P. 377. https://doi.org/10.2307/2331397.
9. Ammann M., Oesch D., Schmid M. M. Corporate governance and firm value: International evidence // Journal of Empirical Finance. 2011. Vol. 18. № 1. P. 36–55. https://doi.org/10.1016/J.JEMPFIN.2010.10.003.
10. Black B. et al. Corporate governance indices and construct validity // Corporate Governance: An International Review. 2017. Vol. 25. № 6. P. 397–410. https://doi.org/10.1111/corg.12215.
11. Borokhovich K. A. et al. Dividends, Corporate Monitors and Agency Costs // Financial Review. 2005. Vol. 40. № 1. P. 37–65. https://doi.org/10.1111/J.0732-8516.2005.00092.X.
12. Boumosleh A., Cline B. N. Outside Director Stock Options and Dividend Policy // Journal of Financial Services Research. 2015. Vol. 47. № 3. P. 381–410. https://doi.org/10.1007/S10693-013-0174-2/TABLES/10.
13. Bozec R., Bozec Y. The use of governance indexes in the governance-performance relationship literature: International evidence // Canadian Journal of Administrative Sciences. 2012. Vol. 29. № 1. https://doi.org/10.1002/CJAS.201.
14. Chen A. et al. Building a Corporate Governance Index from the Perspectives of Ownership and Leadership for Firms in Taiwan // Corporate Governance: An International Review. 2007. Vol. 15. № 2. P. 251–261. https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2007.00572.x.
15. Chen J., Leung W. S., Goergen M. The impact of board gender composition on dividend payouts // Journal of Corporate Finance. 2017. Vol. 43. P. 86–105. https://doi.org/10.1016/J.JCORPFIN.2017.01.001.
16. Elmagrhi M. H. et al. Corporate governance and dividend pay-out policy in UK listed SMEs: The effects of corporate board characteristics // International Journal of Accounting and Information Management. 2017. Vol. 25. № 4. P. 459–483. https://doi.org/10.1108/IJAIM-02-2017-0020/FULL/XML.
17. Gompers P. et al. Corporate Governance and Equity Prices // The Quarterly Journal of Economics. 2003. Vol. 118. № 1. P. 107–156. https://doi.org/10.1162/00335530360535162.
18. Iliev P., Roth L. Learning from directors' foreign board experiences // Journal of Corporate Finance. 2018. Vol. 51. P. 1–19. https://doi.org/10.1016/J.JCORPFIN.2018.04.004.
19. Jiraporn P., Chintrakarn P. Staggered boards, managerial entrenchment, and dividend policy // Journal of Financial Services Research. 2009. Vol. 36. № 1. P. 1–19. https://doi.org/10.1007/S10693-009-0059-6/TABLES/7.
20. Jiraporn P., Kim J. C., Kim Y. S. Dividend Payouts and Corporate Governance Quality: An Empirical Investigation // Financial Review. 2011. Vol. 46. № 2. P. 251–279. https://doi.org/10.1111/J.1540-6288.2011.00299.X.
21. La Porta R. et al. Agency Problems and Dividend Policies around the World // The Journal of Finance. 2000. Vol. 55. № 1. P. 1–33. https://doi.org/10.1111/0022-1082.00199.
22. Murhadi W. R., Tjipta R. V., Ernawati E. The Effect of Corporate Governance toward Dividend Payout Ratio // Journal of Entrepreneurship & Business. 2022. Vol. 3. № 2. P. 94–103. https://doi.org/10.24123/JEB.V3I2.4948.
23. Nerantzidis M. The role of weighting in corporate governance ratings // Journal of Management and Governance. 2018. Vol. 22. № 3. P. 589–628. https://doi.org/10.1007/S10997-017-9393-5/TABLES/6.
24. Niu F., Berberich G. Director tenure and busyness and corporate governance // International Journal of Corporate Governance. 2015. Vol. 6. № 1. P. 56–69. https://ideas.repec.org/a/ids/ijcgov/v6y2015i1p56-69.html.
25. Nsour M. F., Al-Rjoub S. A. M. Building a corporate governance index (JCGI) for an emerging market: case of Jordan // International Journal of Disclosure and Governance. 2022. Vol. 19. № 2. P. 232–248. https://doi.org/10.1057/s41310-021-00139-9.
26. Ntim C. G., Osei K. A. The Impact of Corporate Board Meetings on Corporate Performance in South Africa // African Review of Economics and Finance. 2011. Vol. 2. № 2. Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=1974115.
27. Orazalin N. Board gender diversity, corporate governance, and earnings management: Evidence from an emerging market // Gender in Management. 2020. Vol. 35. № 1. P. 37–60. https://doi.org/10.1108/GM-03-2018-0027/FULL/XML.
28. Schukina P., Mirzoyan A., Galich A. Dividend Policy of Russian Companies: Impact of Board of Directors // Journal of Corporate Finance Research / Корпоративные финансы. 2025. Vol. 19. № 1. P. 98–114. https://doi.org/10.17323/J.JCFR.2073-0438.19.1.2025.98-114.

29. Shamsabadi H. A., Tebourbi I., Nourani M., Min B. S. Corporate Governance and Dividend Reinvestment Plans: Insights from Imputation Tax in Australia // Finance Research Letters. 2021. Vol. 41. P. 101810. https://doi.org/10.1016/J.FRL.2020.101810.
30. Sharma V. Independent directors and the propensity to pay dividends // Journal of Corporate Finance. 2011. Vol. 17. № 4. P. 1001–1015. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.05.003.
31. Tahir H., Masri R., Rahman M. M. Impact of board attributes on the firm dividend payout policy: evidence from Malaysia // Corporate Governance (Bingley). 2020. Vol. 20. № 5. P. 919–937. https://doi.org/10.1108/CG-03-2020-0091/FULL/XML.
32. Tao Q. et al. Board directors' foreign experience and firm dividend payouts // Journal of Corporate Finance. 2022. Vol. 75. P. 102237. https://doi.org/10.1016/J.JCORPFIN.2022.102237.
33. Tarchouna A., Jarraya B., Bouri A. How to explain non-performing loans by many corporate governance variables simultaneously? A corporate governance index is built to US commercial banks // Research in International Business and Finance. 2017. Vol. 42. P. 645–657. https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.008.
34. Thompson E. K., Adasi Manu S. The impact of board composition on the dividend policy of US firms // Corporate Governance (Bingley). 2020. Vol. 21. № 5. P. 737–753. https://doi.org/10.1108/CG-05-2020-0182.
35. Xiang X. et al. Are directors with foreign experience better monitors? Evidence from investment efficiency // Review of Quantitative Finance and Accounting. 2024. Vol. 62. № 2. P. 799–840. https://doi.org/10.1007/S11156-023-01221-9/TABLES/7.
36. Zagorchev A., Gao L. Corporate governance and performance of financial institutions // Journal of Economics and Business. 2015. Vol. 82. P. 17–41. https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2015.04.004.

References

1. Ambardnishvili T.G. et al. (2017). Board of Directors and Dividend Policy in Russian Companies with Direct State Ownership. *Journal of Corporate Finance Research*, 11 (1), 50–77 (in Russ.). https://doi.org/10.17323/J.JCFR.2073-0438.11.1.2017.50-77.
2. Galich A., Mirzoyan A. (2024). The Impact of Uncertainty in the Text of S-1 Forms on IPO Underpricing. *HSE Economic Journal*, 28 (2), 248–275 (in Russ.). https://doi.org/10.17323/1813-8691-2024-28-2-248-275.
3. Larin A.V., Novak A.E., Khvostova I.E. (2020). Impact of corporate governance on dividend payments at different stages of the corporate life cycle. *Vestnik of Saint Petersburg University. Management*, 35 (4), 569–587 (in Russ.). https://doi.org/10.21638/spbu05.2019.404.
4. Nazarova V.V., Emelyanova E.O. (2020). Dividend policy of Russian companies with state participation: Influence of the board of directors. *Vestnik of Saint Petersburg University. Management*, 19 (1), 97–125 (in Russ.). https://doi.org/10.21638/11701/SPBU08.2020.104.
5. Shchukina P.O., Lavrinenko P.A., Mirzoyan A.G., Galich A.A. (2025). The Relationship between Corporate Governance Quality and Dividend Payments of Russian Stock Market Companies: A Quality Index Approach. *Financial Journal*, 17 (2), 122–136 (in Russ.). https://doi.org/10.31107/2075-1990-2025-2-122-136.
6. Adams R.B., Hermalin B.E., Weisbach M.S. (2010). The Role of Boards of Directors in Corporate Governance: A Conceptual Framework and Survey. *Journal of Economic Literature*, 48 (1), 58–107. https://doi.org/10.1257/JEL.48.1.58.
7. Adjaoud F., Ben-Amar W. (2010). Corporate Governance and Dividend Policy: Shareholders' Protection or Expropriation? *Journal of Business Finance & Accounting*, 37 (5–6), 648–667. https://doi.org/10.1111/J.1468-5957.2010.02192.X.
8. Agrawal A., Knoeber C.R. (1996). Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31 (3), 377. https://doi.org/10.2307/2331397.
9. Ammann M., Oesch D., Schmid M.M. (2011). Corporate governance and firm value: International evidence. *Journal of Empirical Finance*, 18 (1), 36–55. https://doi.org/10.1016/J.JEMPFIN.2010.10.003.
10. Black B. et al. (2017). Corporate governance indices and construct validity. *Corporate Governance: An International Review*, 25 (6), 397–410. https://doi.org/10.1111/corg.12215.
11. Borokhovich K.A. et al. (2005). Dividends, Corporate Monitors and Agency Costs. *Financial Review*, 40 (1), 37–65. https://doi.org/10.1111/J.0732-8516.2005.00092.X.
12. Boumosleh A., Cline B.N. (2015). Outside Director Stock Options and Dividend Policy. *Journal of Financial Services Research*, 47 (3), 381–410. https://doi.org/10.1007/S10693-013-0174-2/TABLES/10.
13. Bozec R., Bozec Y. (2012). The use of governance indexes in the governance-performance relationship literature: International evidence. *Canadian Journal of Administrative Sciences*, 29 (1). https://doi.org/10.1002/CJAS.201.
14. Chen A. et al. (2007). Building a Corporate Governance Index from the Perspectives of Ownership and Leadership for Firms in Taiwan. *Corporate Governance: An International Review*, 15 (2), 251–261. https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2007.00572.x.
15. Chen J., Leung W.S., Goergen M. (2017). The impact of board gender composition on dividend payouts. *Journal of Corporate Finance*, 43, 86–105. https://doi.org/10.1016/J.JCORPFIN.2017.01.001.

16. Elmagrhi M.H. et al. (2017). Corporate governance and dividend pay-out policy in UK listed SMEs: The effects of corporate board characteristics. *International Journal of Accounting and Information Management*, 25 (4), 459–483. https://doi.org/10.1108/IJAIM-02-2017-0020/FULL/XML.
17. Gompers P. et al. (2003). Corporate Governance and Equity Prices. *The Quarterly Journal of Economics*, 118 (1), 107–156. https://doi.org/10.1162/00335530360535162.
18. Iliev P., Roth L. (2018). Learning from directors' foreign board experiences. *Journal of Corporate Finance*, 51, 1–19. https://doi.org/10.1016/J.JCORPFIN.2018.04.004.
19. Jiraporn P., Chintrakarn P. (2009). Staggered boards, managerial entrenchment, and dividend policy. *Journal of Financial Services Research*, 36 (1), 1–19. https://doi.org/10.1007/S10693-009-0059-6/TABLES/7.
20. Jiraporn P., Kim J.C., Kim Y.S. (2011). Dividend Payouts and Corporate Governance Quality: An Empirical Investigation. *Financial Review*, 46 (2), 251–279. https://doi.org/10.1111/J.1540-6288.2011.00299.X.
21. La Porta R. et al. (2000). Agency Problems and Dividend Policies around the World. *The Journal of Finance*, 55 (1), 1–33. https://doi.org/10.1111/0022-1082.00199.
22. Murhadi W.R., Tjipta R.V., Ernawati E. (2022). The Effect of Corporate Governance toward Dividend Payout Ratio. *Journal of Entrepreneurship & Business*, 3 (2), 94–103. https://doi.org/10.24123/JEB.V3I2.4948.
23. Nerantzidis M. (2018). The role of weighting in corporate governance ratings. *Journal of Management and Governance*, 22 (3), 589–628. https://doi.org/10.1007/S10997-017-9393-5/TABLES/6.
24. Niu F., Berberich G. (2015). Director tenure and busyness and corporate governance. *International Journal of Corporate Governance*, 6 (1), 56–69. https://ideas.repec.org/a/ids/ijcgov/v6y2015i1p56-69.html.
25. Nsour M.F., Al-Rjoub S.A.M. (2022). Building a corporate governance index (JCGI) for an emerging market: case of Jordan. *International Journal of Disclosure and Governance*, 19 (2), 232–248. https://doi.org/10.1057/s41310-021-00139-9.
26. Ntim C.G., Osei K.A. (2011). The Impact of Corporate Board Meetings on Corporate Performance in South Africa. *African Review of Economics and Finance*, 2 (2). Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=1974115.
27. Orazalin N. (2020). Board gender diversity, corporate governance, and earnings management: Evidence from an emerging market. *Gender in Management*, 35 (1), 37–60. https://doi.org/10.1108/GM-03-2018-0027/FULL/XML.
28. Schukina P., Mirzoyan A., Galich A. (2025). Dividend Policy of Russian Companies: Impact of Board of Directors. *Journal of Corporate Finance Research*, 9 (1), 98–114. https://doi.org/10.17323/J.JCFR.2073-0438.19.1.2025.98-114.
29. Shamsabadi H.A. et al. (2021). Corporate Governance and Dividend Reinvestment Plans: Insights from Imputation Tax in Australia. *Finance Research Letters*, 41, 101810. https://doi.org/10.1016/J.FRL.2020.101810.
30. Sharma V. (2011). Independent directors and the propensity to pay dividends. *Journal of Corporate Finance*, 17 (4), 1001–1015. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.05.003.
31. Tahir H., Masri R., Rahman M.M. (2020). Impact of board attributes on the firm dividend payout policy: evidence from Malaysia. *Corporate Governance (Bingley)*, 20 (5), 919–937. https://doi.org/10.1108/CG-03-2020-0091/FULL/XML.
32. Tao Q. et al. (2022). Board directors' foreign experience and firm dividend payouts. *Journal of Corporate Finance*, 75, 102237. https://doi.org/10.1016/J.JCORPFIN.2022.102237.
33. Tarchouna A., Jarraya B., Bouri A. (2017). How to explain non-performing loans by many corporate governance variables simultaneously? A corporate governance index is built to US commercial banks. *Research in International Business and Finance*, 42, 645–657. https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.008.
34. Thompson E.K., Adasi Manu S. (2020). The impact of board composition on the dividend policy of US firms. *Corporate Governance (Bingley)*, 21 (5), 737–753. https://doi.org/10.1108/CG-05-2020-0182.
35. Xiang X. et al. (2024). Are directors with foreign experience better monitors? Evidence from investment efficiency. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 62 (2), 799–840. https://doi.org/10.1007/S11156-023-01221-9/TABLES/7.
36. Zagorchev A., Gao L. (2015). Corporate governance and performance of financial institutions. *Journal of Economics and Business*, 82, 17–41. https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2015.04.004.

ПРИЛОЖЕНИЕ

Таблица П1

Описательные статистики переменных

Переменная	Среднее	Мин.	Макс.
Дивидендная доходность	0.06	0	0.24
Рентабельность активов	0.09	−0.17	0.43
Нераспределенная прибыль / Собственный капитал	0.91	−7.71	4.38
Капитальные затраты / Выручка	0.12	0	0.38
Логарифм активов	12.05	5.22	16.55
Долг/Активы	0.54	0.07	1.12
Доля государственного участия	0.15	0	0.79
Размер СД	10.67	7	18
Доля женщин в СД	0.083	0	0.33
Число заседаний СД	20.81	6	64
Средний возраст членов СД	52.27	37.33	69.9
Средний срок пребывания в составе СД	4.25	0.22	14.3
Доля директоров с зарубежным опытом	0.38	0	0.78
Доля независимых директоров	0.21	0	0.71
Доля директоров, оставшихся членами СД	0.80	0.11	1
Соблюдение рекомендаций ККУ: раздел 1	0.77	−0.2	1
Соблюдение рекомендаций ККУ: раздел 2	0.67	−0.5	1
Соблюдение рекомендаций ККУ: раздел 3	0.78	−1	1
Соблюдение рекомендаций ККУ: раздел 4	0.64	−1	1
Соблюдение рекомендаций ККУ: раздел 5	0.73	−1	1
Соблюдение рекомендаций ККУ: раздел 6	0.73	0	1

Источник: расчеты авторов.

Таблица П2

Факторные нагрузки при применении метода главных компонент при построении Индекса СД^{PCA}

Переменная	Первая компонента	Вторая компонента	Третья компонента
Средний возраст членов СД	0.84	−0.04	−0.32
Средний срок пребывания в СД	0.84	−0.36	0.264
Доля независимых директоров	0.54	0.61	−0.39
Доля директоров с зарубежным опытом	0.38	0.72	0.53
Доля директоров, оставшихся членами СД	0.67	0.40	0.37

Источник: расчеты авторов.

Таблица П3

Факторные нагрузки при применении метода главных компонент при построении Индекса КУ^{PCA}

Переменная	Первая компонента	Вторая компонента	Третья компонента
Индекс ККУ: раздел 1	0.64	0.14	−0.35
Индекс ККУ: раздел 3	0.57	0.44	0.034
Индекс ККУ: раздел 5	0.77	0.17	0.043
Индекс ККУ: раздел 6	0.75	0.21	−0.28
Доля женщин в СД	0.12	0.54	0.77
Средний срок пребывания в СД	0.65	−0.54	0.21
Доля директоров, оставшихся членами СД	0.50	−0.68	0.31

Источник: расчеты авторов.

Информация об авторах

***Полина Олеговна Щукина**, сотрудник кафедры «Финансы и кредит» экономического факультета МГУ им. М. В. Ломоносова, г. Москва*

***Петр Александрович Лавриненко**, кандидат экономических наук, старший научный сотрудник НИФИ Минфина России, г. Москва; старший научный сотрудник ИНП РАН, г. Москва*

***Ашот Гамлетович Мирзоян**, старший преподаватель кафедры экономики инноваций экономического факультета МГУ им. М. В. Ломоносова, г. Москва*

***Анастасия Александровна Галич**, сотрудник кафедры «Финансы и кредит» экономического факультета МГУ им. М. В. Ломоносова, г. Москва*

Information about the authors

***Polina O. Shchukina**, Associate, Department of Finance and Credit, Faculty of Economics, Lomonosov Moscow State University, Moscow*

***Petr A. Lavrinenko**, Candidate of Economic Sciences, Senior Researcher, Financial Research Institute, Moscow; Senior Researcher, Institute of Economic Forecasting, Russian Academy of Sciences, Moscow*

***Ashot G. Mirzoyan**, Senior Lecturer, Department of Economics of Innovations, Faculty of Economics, Lomonosov Moscow State University, Moscow*

***Anastasia A. Galich**, Associate, Department of Finance and Credit, Faculty of Economics, Lomonosov Moscow State University, Moscow*

Статья поступила в редакцию 06.06.2025
Одобрена после рецензирования 29.09.2025
Принята к публикации 08.10.2025

The article submitted June 6, 2025
Approved after reviewing September 29, 2025
Accepted for publication October 8, 2025