

# Эффективность работы совета директоров и результаты компании: анализ российского рынка

## Effectiveness of the Board of Directors and Company Performance: Evidence from Russia

DOI: 10.12737/2306-627X-2024-13-4-12-19

Получено: 26 июня 2024 г. / Одобрено: 03 июля 2024 г. / Опубликовано: 25 декабря 2024 г.

**Бранде М.М.**

Аспирант кафедры управления человеческими ресурсами, Московский финансово-промышленный университет «Синергия», г. Москва, e-mail: mmichaelbrande@gmail.com

**Brande M.M.**

Postgraduate Student, Department of Human Resource Management, Moscow Financial and Industrial University «Synergy», Moscow, e-mail: mmichaelbrande@gmail.com

**Тишкина Н.П.**

Канд. экон. наук, доцент кафедры управления человеческими ресурсами, Московский финансово-промышленный университет «Синергия», г. Москва, e-mail: tnadezd@yandex.ru

**Tishkina N.P.**

Candidate of Economic Sciences, Associate Professor, Human resources Management Department., Synergy University, Moscow, e-mail: tnadezd@yandex.ru

### Аннотация

Данная статья изучает влияние гендерного и национального разнообразия состава совета директоров на финансовую результативность компании. В качестве измерителя гендерного разнообразия используются простая доля женщин в составе совета, индекс Блау, а также бинарные переменные, означающие порог определенного количества женщин в совете. Для изучения роли национального разнообразия используется простая доля национальных меньшинств внутри совета. В статье для количественной оценки в качестве основного статистического метода применяется метод квантильной регрессии для оценки эффекта на разных уровнях эффективности компании. В качестве зависимых переменных используются приближенный показатель Q Тобина, показатель рентабельности активов и соотношение стоимости акции к доходу. Выборка исследования состоит из информации о 94 компаниях за период с 2016 по 2020 г., всего 405 записей. Результаты анализа показали, что между рассматриваемыми факторами действительно существует взаимосвязь на определенных уровнях результативности компании. Оба показателя — и гендерное, и национальное разнообразие — показали положительное влияние на эффективность для тех компании, которые изначально показывали меньшие результаты. Результаты этой статьи раскрывают новые аспекты особенностей взаимосвязи между гендерным и национальным разнообразием состава совета и эффективностью отечественных компаний. Выводы, полученные в статье, могут быть полезны для совершенствования корпоративных уставов компаний, а также политик регуляторов.

**Ключевые слова:** корпоративное управление, эффективность компании, совет директоров, гендерное разнообразие, национальное разнообразие.

### Abstract

This paper investigates the effect of gender and national diversity of the board of directors on financial results of the company. To measure gender diversity, the study utilizes simple share of women in the board, Blau index, and binary variables that represent certain number of women in the board. To measure national diversity, simple share of national minorities in the board is used in calculations. The study focuses on quantitative estimation of the effects using quantile regression as the main statistical tool of the research, which allows to measure the effect on different levels of distribution of the dependent variable. Tobin's Q, return on assets and price-to-earnings ratio are used as dependent variables. The sample consists of 405 observations for 94 companies during the time period from 2016 to 2020. The analysis suggests that there is a statistically significant relationship between firm results and diversity of the board on different level of initial performance. Both independent variables — gender and national diversity — illustrated a positive relationship with the results of those companies that performed worse than their competitors. Results presented by this paper uncover new aspects of the relationship between implied measures of diversity of the board and firm performance of domestic companies. The findings of the paper may be useful for the optimization of corporate governance practices and policies created by regulators.

**Keywords:** corporate governance, company effectiveness, board of directors, gender diversity, national diversity.

### 1. ВВЕДЕНИЕ

Корпоративное управление является одной из основополагающих частей организации работы фирмы. Множество политических и экономических шоков, происходящие в мировой экономике, определяют необходимость в устойчивых процессах главных управленческих органов. Совет директоров является одной из ключевых сторон управления организацией, которая выполняет набор функций, включая мониторинг работы внутренних органов управления, установление внешних связей, консультацию генерального директора и другие. В процессе развития теории корпоративного управления исследователи задавались вопросом изучения влияния совета директоров и его характеристик на эффективность компании. И международные, и отечественные статьи изучали фундаментальные характе-

ристики совета, такие как возраст участников, время пребывания в должности, независимость, одновременные директорства и другие. Одними из ключевых характеристик структуры совета директоров являются гендерное и национальное разнообразие участников совета.

Исследования, которые были посвящены взаимосвязи между разнообразием совета и показателями эффективности компании, показали противоречивые результаты. В части статей утверждается, что разнообразие совета положительно влияет на результативность компании, что они объясняют большей разносторонностью привносимых мнений, с одной стороны дающей больше информации, а с другой снижающей риски. В то же время разнообразие совета может позволить получить больше доступов к внешним связям на рынке. Выводы других статей

подчёркивают потенциальные негативные стороны разнообразия совета, говоря о том, что неслаженность мнений может замедлить процесс принятия решений и провоцировать споры среди участников. Таким образом, среди научного сообщества отсутствует единое представление о взаимосвязи между разнообразием совета и результативностью компаний. Роль совета в организации, а также возможность компаний и регуляторов влиять на его структуру обозначают необходимость полноценного изучения специфики этого взаимодействия.

Целью этого исследования является взаимосвязь между показателями гендерного и национального разнообразия состава совета директоров и индикаторами финансовой эффективности компаний отечественного рынка. В качестве показателей эффективности используется комбинация рыночных и внутренних показателей, в соответствии с предыдущей литературой. В качестве рыночных показателей используется приближенный показатель  $Q$  Тобина и соотношение стоимости акций к доходу от них, а в качестве внутренних — рентабельность активов. Гендерное разнообразие измерялось с помощью простой доли женщин в совете директоров, индекса Блау и бинарных переменных наличия определенного количества женщин в совете. Национальное разнообразие рассчитывалось как простая доля национальных меньшинств в совете. Взаимосвязь этих переменных с эффективностью рассматривалась с помощью квантильной регрессии.

Статья продолжает исследование связи между характеристиками совета директоров и эффективностью компаний российского рынка, используя информацию о компаниях, взятую за период с 2016 по 2020 г. Предыдущие исследования фокусировались либо на менее актуальном временном промежутке, либо использовали более классическую методологию [2; 4]. Это исследование применяет более сложный инструмент квантильной регрессии, который, как ожидается, позволит не только в более полной мере понять результаты, полученные в предыдущих статьях, но и определить наиболее перспективные направления для будущего исследования. Также, статья включает в себя переменную национального многообразия, которая лишь ограниченно изучена в международных работах и практически не изучена в работах, посвященных отечественному рынку.

Структура статьи приведена ниже. Первая часть приводит теоретическое основание направления исследования, приводя фундаментальные, а также наиболее актуальные статьи, посвященные взаимодействию между характеристиками совета директоров

и результативности компаний. Вторая часть посвящена описанию методологии статьи, включая сборку данных, расчёт переменных, статистические методы и статистическая модель. Третья часть описывает результаты статистического анализа и проводит сравнительный анализ с предыдущей литературой. Последняя часть проводит выводы из полученных в анализе результатов, говорит об ограничениях методологии и приводит направления дальнейшего развития этого направления.

Результаты этой статьи могут произвести как полезные выводы для теоретической части этого исследовательского направления, так и рекомендации для компаний из различных секторов экономики. С одной стороны, исследование позволит понять особенности изучаемой взаимосвязи на разных уровнях эффективности компаний, определяя наиболее перспективные направления для дальнейшего изучения. Помимо этого, в статье будет исследован фактор национального разнообразия совета директоров, который ещё не был в достаточной мере изучен предыдущей литературой. С другой стороны, результаты статьи позволят определить необходимость пересмотра существующих корпоративных и регуляторных практик, посвящённых корпоративному управлению и характеристикам совета директоров, в частности. В случае определения такой необходимости, статья приведёт рекомендации для характера таких изменений, чтобы в наибольшей степени утилизировать перспективы этого фактора.

Теоретическое обоснование важности исследования взаимосвязи между эффективностью совета директоров и результативностью компаний в значительной степени лежит в фундаментальных идеях, появившихся в XX в., таких как агентская теория, описанная Дженсеном и Меклингом [5], ресурсная теория, описанная Пфеффером и Саланчиком [9], и теорией человеческого капитала, основы которой обычно относят к идеям Беккера [3]. В то время как в фундаментальных и продолжающих их работах авторы изучали данную взаимосвязь через призму одной или нескольких этих теорий, в более поздних статьях авторы всё больше говорили об эндогенности характеристик состава совета директоров [4; 10; 12]. Кроме того, авторы предыдущих статей поднимали идею о необходимости изучения этой взаимосвязи с учётом потенциального влияния исследуемых показателей результативности компании [7]. Согласно фундаментальным теориям, влияние основных индикаторов совета директоров, таких как гендерное и национальное разнообразие, может не только определять результативность компании, но и определяться изначальным её уровнем. Например, изучая

это со стороны ресурсной теории, у компании может не хватать монетарных и немонетарных методов найма и поощрения уже успешных и опытных директоров, но с высокой стоимостью труда, которые могли бы не только создать гендерное и национальное разнообразие, но и принести компании необходимые внешние связи. Такая же логика справедлива при рассмотрении этого вопроса через призму теории человеческого капитала — стоимость опытных сотрудников, являющихся национальными меньшинствами, с одной стороны, может быть слишком высокой для изначально менее результативных компаний, а с другой стороны, у таких компаний могут отсутствовать возможности развития человеческого капитала сотрудников с меньшей стоимостью труда.

Несмотря на то что основная часть фундаментальных статей в данном направлении фокусировалась на классических методах исследования, таких как метод наименьших квадратов, несколько статей изучали взаимосвязь между исследуемыми факторами с использованием квантильной регрессии. Каньон и Хи [7] были одними из первых, кто использовал этот метод в своей работе, в результате которого было обнаружено, что позитивное влияние гендерного разнообразия совета директоров сильнее проявляется в компаниях, показатели которой уже находятся на высоком уровне. Авторы относят такой результат, с одной стороны, к тому, что в менее эффективных компаниях давление на процесс группового принятия решений выше, из-за чего эффективность гендерного меньшинства будет ниже из-за консервативности большинства. В то же время в изначально менее эффективных компаниях, как правило, присутствует меньше возможностей для развития человеческого капитала, что тоже может вызывать подобные результаты. Дупатти и др. [6], использовавшие данные об индийских и сингапурских компаниях, также обнаружили позитивную взаимосвязь между гендерным разнообразием совета и финансовой эффективностью. Авторы также использовали квантильную регрессию, но их результаты оказались смешанными — несмотря на то, что обнаруженная взаимосвязь на всех квантилях оказалась положительной, значимыми оказались лишь большие квантили для индийских фирм и все, кроме наибольшего, — для сингапурских. Таким образом, выводы предыдущей литературы касательно различий во влиянии показателя на разных уровнях эффективности ограничены.

Количество статей, исследовавших данную взаимосвязь на основе информации о компаниях российского рынка, весьма ограничено. В одной из

первых статей, посвященных этому направлению, Березинец и др. [1] обнаружили незначительную взаимосвязь между гендерным разнообразием состава совета директоров и корпоративной эффективностью. В то же время при создании переменной из подвыборки, состоящей только из исполнительных директоров, взаимосвязь оказалась значимой. Такой вывод объясняется через призму теории человеческого капитала и сочетается с некоторыми исследованиями иностранных авторов, которые говорили о том, что влияние гендерного меньшинства внутри группы исполнительных директоров может быть выше из-за изначально большей сплоченности этой группы, чем совета директоров (вот тут нужно указать статью, где про это говорилось). В последующих статьях, изучавших эту взаимосвязь, Муравьев [8] обнаружил положительную взаимосвязь между гендерным разнообразием состава совета директоров и с показателями финансовой эффективности компаний. В последующих исследованиях Гаранина и Муравьев [4] также утверждали, что такая взаимосвязь требует наличия критической массы гендерного меньшинства в составе совета. Используя метод квантильной регрессии, авторы обнаружили, что гендерное разнообразие совета положительно влияет на эффективность компании, что соответствует выводам, полученным иностранными авторами. В то же время авторы предоставили результаты, предполагающие больший эффект от такого разнообразия для фирм с меньшей эффективностью, объясняя это тем, что во время неблагоприятных экономических условий женщины будут предпочитать менее склонные к риску стратегии. Наконец, в более поздних статьях было найдено ограниченное подтверждение выводам, обозначенным предыдущей литературой [2].

В соответствии с анализом предыдущей литературы гипотезы, изучаемые данным исследованием, формулируются следующим образом:

- *H1*: между гендерным разнообразием совета директоров и хотя бы одним финансовым показателем результативности компаний есть значимая взаимосвязь;
- *H2*: отсутствует взаимосвязь между национальным разнообразием совета директоров и финансовыми показателями результативности компаний.

## 2. МЕТОДЫ ИССЛЕДОВАНИЯ

Для проведения анализа было решено использовать панельные данные. В выборку вошло 94 компании за период с 2016 по 2020 г., всего получилось 405 записей для изучения. Информация о членах совета директоров, необходимых для изучения его структуры, были собраны из финансовых и ежегод-

ных документов, опубликованных компаниями. Если такие документы не были размещены на веб-сайте компании, поиск выполнялся в базе данных Интерфакс. Кроме того, рыночные индикаторы, использованные в статье, были получены из таких сервисов, как *Yahoo Finance* и *Smart-lab*. Впоследствии остальные показатели, изучаемые в статье, рассчитывались вручную.

Выборка является несбалансированной главным образом по следующим причинам:

- часть компаний стала публичной уже после первого года, взятого в качестве начала периода исследования;
- несколько компаний решили не раскрывать информацию о структуре правления в соответствии с правовыми актами, изданными правительством.

Так как количество отечественных и международных статей, использующих статистические инструменты, лежащие в основе этой статьи, ограничено, было решено использовать ключевые показатели результативности компании, которые традиционно используются при изучении направления, которое исследуется в этой статье. Таким образом, для оценки результативности фирмы в статье используется комбинация внутреннего (рентабельность активов) и рыночного (*Q* Тобина) показателей финансовой эффективности компании. В качестве приближения к *Q* Тобина используется индикатор отношения капитализации к балансовой стоимости активов компании. В соответствии с опытом предыдущих статей [2], было решено не исключать из выборки финансовые компании, так как они не только составляют значимую часть выборки, но и могут владеть как ключевой долей акций, так и нефинансовыми компаниями целиком. В то же время часть нефинансовых компаний включает в себя бизнес-юниты, которые ведут деятельность, близкую к банковской.

Для расчёта показателей, рассматриваемых в качестве независимых переменных, были задействованы методы, которые используются в фундаментальных статьях этого направления. В качестве основного показателя гендерного и национального разнообразия использовалась простая доля соответствующего типа меньшинства в составе совета директоров. Чтобы дополнить достоверность результатов для гендерного разнообразия, было решено использовать индекс разнообразия Блау, а также бинарные переменные, означающие наличие определённого количества женщин в совете. В качестве поддерживающих переменных, относящихся к структуре совета директоров, использовались соответствие национальностей генерального директора и председателя совета национальностям большин-

ства членов совета. Также были включены доля независимых директоров среди совета и общее количество участников. Полный список переменных, использованных в моделях, приведён в табл. 1.

Таблица 1

Описание переменных	
Переменная	Описание
Зависимые переменные	
<i>Market_to_book</i>	Отношение показателя капитализации к показателю балансовых активов
<i>Returns_on_assets</i>	Рентабельность активов, отношение показателя чистой прибыли к показателю балансовых активов
Независимые переменные	
<i>Gender_share</i>	Простая доля женщин в совете директоров
<i>Gender_Blau</i>	Индекс Блау, рассчитанный по формуле: $Blau = 1 - \sum_{i=1}^k p_i^2$ , где $p$ – доля $i$ группы
<i>One_female</i>	Бинарная переменная, показывающая, есть ли в совете хотя бы одна женщина
<i>Two_females</i>	Бинарная переменная, показывающая, есть ли в совете хотя бы две женщины
<i>Three_females</i>	Бинарная переменная, показывающая, есть ли в совете хотя бы три женщины
<i>National_share</i>	Простая доля национальных меньшинств в составе совета
Контрольные переменные	
<i>CEO_foreign</i>	Бинарная переменная, показывающая, принадлежит ли национальность генерального директора к национальности большинства участников совета директоров
<i>Chairman_foreign</i>	Бинарная переменная, показывающая, принадлежит ли национальность председателя к национальности большинства участников совета директоров
<i>Independence_share</i>	Простая доля независимых директоров в составе совета
<i>B_size</i>	Общее количество участников в составе совета
<i>Ln_tenure</i>	Натуральный логарифм, взятый от среднего срока пребывания директоров в совете
<i>Ln_age</i>	Натуральный логарифм, взятый от среднего возраста директоров в совете
<i>Ln_assets</i>	Натуральный логарифм, взятый от значения балансовых активов компании
<i>Industry_code</i>	Кодирование, построенное на ключевой отрасли работы компании, в соответствии с годовым отчетом

Составлено автором.

Модель исследования может быть представлена в виде:

$$Q_{\omega} Performance_{i,t} = \alpha + \beta_{\omega} Gender\_Diversity_{i,t} + \beta_{\omega} National\_Diversity_{i,t} + \gamma_{\omega,1} x_{1,i,t} + \dots + \gamma_{\omega,k} x_{k,i,t} + \varepsilon,$$

где *Performance* обозначает каждую из переменных показателей результативности, *Gender\_Diversity* пред-



Таблица 2

Результаты квантильной регрессии

	p10	p25	p50	p75	p90
Panel A. MTB ratio					
gender_share	−0.081 (0.223)	−0.185 (0.298)	−0.154 (0.449)	−0.047 (0.541)	−0.237 (0.589)
national_share	0.478 (0.141)**	0.606 (0.185)***	0.512 (0.271)*	0.230 (0.365)	0.285 (0.542)
independence_share	0.638 (0.163)***	0.694 (0.197)***	0.634 (0.260)*	0.882 (0.385)*	1.670 (0.493)***
Panel B. ROA					
gender_share	0.098 (0.040)*	0.093 (0.011)*	0.091 (0.008)**	0.071 (0.097) †	0.026 (0.492)
national_share	0.037 (0.263)	0.013 (0.643)	0.019 (0.481)	0.005 (0.888)	0.002 (0.963)
independence_share	0.007 (0.038)	0.031 (0.026)	0.068 (0.029)*	0.140 (0.040)***	0.196 (0.053)***
Panel C. Натуральный логарифм P/E ratio					
gender_share	−1.276 (0.719) †	−1.350 (0.706) †	−0.780 (0.743)	−1.636 (0.858) †	−0.434 (1.207)
national_share	0.929 (0.456)*	0.456 (0.382)	0.329 (0.337)	0.163 (0.396)	−0.080 (0.606)
independence_share	1.837 (0.388)***	1.370 (0.458)***	0.470 (0.482)	−0.415 (0.618)	0.685 (0.940)

Составлено автором.

Пояснение: первое значение в каждой строке соответствует коэффициенту регрессии, а значение в скобках соответствует стандартной ошибке, полученной с помощью метода бутстрапинга<sup>1</sup>. Коэффициенты регрессии относятся к перцентилям распределения, указанным в заголовках колонок. Все регрессионные модели включают в полный набор контрольных переменных но не включает в себя переменную токенизма и его взаимодействия с переменной доли женщин.

\*\*\* показывает  $p\text{-value} < 0.001$ , \*\* показывает  $p\text{-value} < 0.01$ , \* показывает  $p\text{-value} < 0.05$ , и † показывает  $p\text{-value} < 0.1$ .

Кроме того, хотя контрольные переменные и использовались в расчётах моделей, было решено включить в таблицу с результатами лишь переменную доли независимых директоров, потому что она является одной из основных переменных, будь то независимые или контрольные, в фундаментальной литературе, посвященной этому направлению. Эта переменная показала статистически значимые результаты на всех исследуемых квантилях для взаимосвязи, где в качестве зависимой переменной использовался приближенный показатель  $Q$  Тобина. Благодаря этому для переменной доли независимых директоров может быть консистентно описана связь на всех уровнях  $MTB$ . В то время как для начальных и средних квантилей медианный эффект увеличения

<sup>1</sup> Такой выбор был обусловлен идеями, выдвинутыми Хао и Нэйман [11], которые утверждали, что метод бутстрапа наиболее устойчив к особенностям распределения, так как он не делает строгих предположений о распределении.

ставляет каждую из переменных гендерного разнообразия совета директоров, *National\_Diversity* обозначает каждую из переменных национального разнообразия совета директоров, а  $x_1...x_k$  означают переменные, относящиеся к структуре совета директоров и различным показателям деятельности компании и используемые как контрольные переменные.  $\omega$  индекс отвечает за квантиль, в то время как  $i$  и  $t$  отвечают за компанию и год, соответственно. Для оценки модели используется квантильная регрессия, в качестве квантилей используются 10-й, 25-й, 50-й, 75-й и 90-й квантили.

3. РЕЗУЛЬТАТЫ И ОБСУЖДЕНИЕ

Результаты квантильных моделей приведены в табл. 2. Было решено использовать в качестве основной оценки гендерного разнообразия в моделях, упомянутых в этом разделе, только переменную доли женщин, так как результаты были схожими по всем моделям. Согласно панели *A*, существенной связи между показателем гендерного разнообразия и коэффициентом  $MTB$  по любым из приведённых перцентилям нет. С другой стороны, переменная национального разнообразия показала высокую значимость на нижних перцентилях условного распределения зависимой переменной, которое сохранялось до медианного квантиля. После медианного квантиля коэффициент начинает резко уменьшаться, и стандартные ошибки становятся значительно выше. В целом результаты свидетельствуют о том, что увеличение доли национальных меньшинств в советах директоров компаний, расположенных в более низких перцентилях распределения  $MTB$ , приводит к увеличению показателя результативности деятельности корпораций. Однако эти результаты не сохранились после анализа панели *B*, поскольку национальная доля показала незначимые результаты для каждого из приведённых перцентилей условного распределения  $ROA$  в качестве зависимой переменной. Однако переменная гендерного разнообразия была значимой в перцентилях до 75-го, на котором переменная была значимой только на 90% доверительном интервале. Согласно модели, увеличение доли женщин в компаниях с более низким  $ROA$  увеличивает финансовую эффективность. Дополнительная панель, которая использовала натуральный логарифм коэффициента  $P/E$  в качестве зависимой переменной, не показала никаких статистически значимых результатов для обоих переменных разнообразия: только на конкретных нижних перцентилях зависимой переменной взаимосвязь стала значительной, но это объясняется, скорее, шумом и не считается надежным, чтобы сделать какие-либо выводы.

доли независимых директоров остаётся стабильным, он совершает значительный рост на 90-м квантиле. При более детальном изучении модель показала увеличение на ещё более раннем квантиле — 80-м. Это графически изображено на рис. 1, где показывается изменение медианного эффекта переменной доли независимых директоров в составе совета на *MTB* по квантилям.

Согласно панели *B*, между гендерным разнообразием совета директоров и результативности компании, выраженной показателем *ROA*, есть статистически значимая взаимосвязь. Так как на более высоких квантилях связь потеряла свою значимость, гипотеза *H1* принимается только частично. Результаты модели показали, что при увеличении гендерного разнообразия в совете директоров компаний, в которых финансовые результаты изначально ниже, финансовая эффективность будет улучшаться. Кроме того, амплитуда увеличения будет уменьшаться при увеличении изначальной результативности. Такие результаты показывают, что компании, находящиеся в более тяжелой экономической ситуации, могут улучшить свою результативность благодаря введению практик разнообразия, предлагаемых теорией корпоративного управления. Эти результаты соотносятся с выводами, сделанными в предыдущей литературе, посвященной отечественному рынку [4]. Кроме того, они частично соотносятся с результатами Каньона и Хи [7], выводы которых говорят о положительном влиянии гендерного разнообразия на финансовую эффективность, выраженную рентабельностью активов. Хотя, в отличие от результатов этой статьи, авторы говорили о большей эффективности гендерного разнообразия для компаний, которые изначально были более результативными [7]. Также результаты частично соотносятся с утверждениями Дупатти и др. [6] о положительной взаимосвязи исследуемых факторов, но в результатах их работы значимой взаимосвязь оказалась только для изначально более эффективных компаний.

В отличие от переменной гендерного разнообразия, переменная национального разнообразия оказалась статистически значимой при изучении её взаимосвязи с показателем *MTB*. Согласно результатам, компании, которые изначально показывают меньшую эффективность, могут рассчитывать на её увеличение при увеличении национального разнообразия состава совета директоров. Тем не менее размер эффекта показывает флуктуации, что ограничивает сравнительный потенциал для уровней изначальной результативности. Учитывая наличие значимой связи на определённых уровнях эффективности, нельзя утверждать, что взаимосвязь между

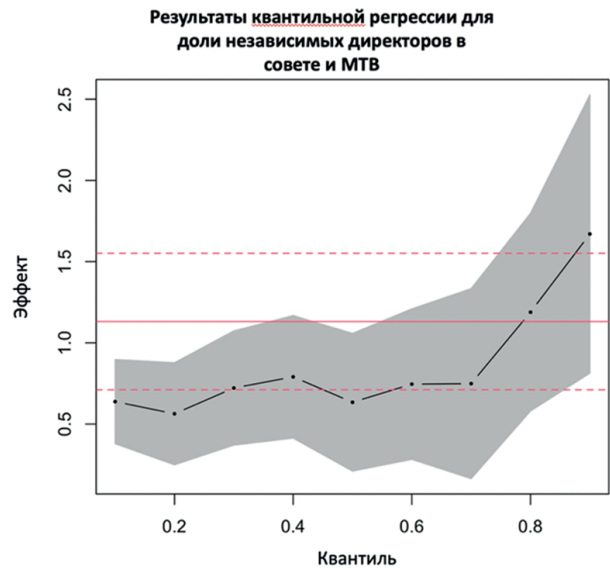


Рис. 1. Медианный эффект переменной доли независимых директоров на *MTB*

Составлено автором.

Пояснение: основная линия обозначает медианный эффект на каждом из квантилей. Серая зона означает доверительный интервал соответствующего значения медианного эффекта. Красные сплошная и штрихованная линии означают средний эффект и доверительный интервал, соответственно, для классической линейной регрессии. Гранулярность квантилей — 0.1

этими факторами отсутствует, в результате чего гипотеза *H2* отвергается. Так как в предыдущей литературе нет статей, которые бы рассматривали этот показатель отдельно от гендерного разнообразия и использовали схожую методологию, сопоставление результатов с прошлыми исследованиями осложнено. Предполагается, что найденная взаимосвязь объясняется человеческим капиталом, который работники с национальностью, отличающейся от национальности большинства, приносят предприятию. Национальные меньшинства могут обеспечивать конкурентное преимущество для компаний, показатели рыночной и балансовой стоимости которых изначально находятся на схожем уровне, за счёт лучшего понимания региональных рынков внутри страны.

#### 4. ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В этой работе изучалась взаимосвязь между показателями разнообразия состава совета директоров и показателями эффективности компаний отечественного рынка. В выводах, полученных в статье, утверждается, что между данными факторами в действительности существует взаимосвязь, которая яв-

ляется значимой для компаний, изначально показывающих меньшую эффективность в сравнении с конкурентами. Так как результаты, утверждающие наличие взаимосвязи между гендерным разнообразием и результативностью компании оказались противоречивыми на разных уровнях эффективности, гипотеза *H1* принимается лишь частично. Кроме того, наличие влияния национального разнообразия на показатели компаний, показывающих меньшую эффективность в сравнении с конкурентами позволяет отвергнуть гипотезу *H2*, утверждающую полное отсутствие такой взаимосвязи. Эти результаты подтверждают выводы, полученные международными и отечественными исследователями в прошлом. Кроме того, было обнаружено, что независимость совета директоров также имеет различие в эффекте на результативность компании на разных уровнях изначальной эффективности. Тем не менее, результаты статьи требуют доуточнения с использованием дополнительных инструментов анализа.

У методологии, использованной в этой статье, есть ограничения. Во-первых, квантильная регрессия при оценке эффекта и последующем расчёте результатов использует медианные значения, в отличие от средних значений, которые рассчитываются для результатов классических методов, таких как метод наименьших квадратов. В результате выводы, которые строятся на этих результатах, в большей степени позволяют говорить о разнице в эффекте на разных уровнях эффективности и в меньшей степени о конкретном размере эффекта. Таким образом, данный метод требует дальнейшего доопределения размера эффектов с помощью дополнительных методов анализа. Во-вторых, выборка была ограничена выбранным временным периодом, который, несмотря на свою однородность, может давать результаты с меньшим потенциалом для обобщения.

Результаты данной статьи частично подтверждают выводы, сделанные как международными, так и отечественными исследователями. Гендерное разнообразие совета положительно влияет на показатели эффективности компаний, которые изначально показывали меньшую результативность в сравнении с конкурентами. В то же время эти результаты идут вразрез с выводами международных исследований, в которых говорилось о том, что гендерное разнообразие в большей степени влияет на компании с изначально более высокой результативностью. Наконец, было установлено, что национальное разнообразие совета директоров тоже положительно влияет на эффективность работы изначально менее результативных фирм.

Данное исследование может быть продолжено в нескольких направлениях. Расширение временного промежутка с его последующим сегментированием, исходя из макроэкономических событий, включая политические и экономические шоки, позволит получить более точную информацию о специфике этой связи в зависимости от внешних факторов. Кроме того, использование более сложных конструкций в переменных, таких как переменные взаимодействия или запаздывающие переменные может дополнить текущее исследование и повысить надёжность результатов. Наконец, интересно изучить данную взаимосвязь на региональном уровне внутри отечественного рынка, так как в контексте многонациональности страны специфика устройства совета директоров может сильно меняться в зависимости от региона. Такое исследование в том числе подразумевает использование большего количества внутренних показателей эффективности компаний и расширение периода исследования для сбора достаточного количества информации, необходимого для построения выводов.

## Литература

1. Березинец И.В. Социальный капитал женщин — членов советов директоров и финансовая результативность компании: эмпирическое исследование [Текст] / И.В. Березинец, Т.А. Гаранина, Ю.Б. Ильина // Российский журнал менеджмента. — 2018. — Вып. 16. — С. 337–370.
2. Бранде М.М. Влияние решений совета директоров на показатели эффективности управления компаний [Текст] / М.М. Бранде, Н.П. Тишкина // Экономика и предпринимательство. — 2024. — Вып. 18. — С. 1158–1162.
3. Брахма С. Гендерное разнообразие совета директоров и результативность компании: пример рынка Объединённого Королевства [Текст] / С. Брахма, С. Нвафор, А. Боатенг // Международный журнал финансов и экономики. — 2020. — Вып. 26. — С. 5704–5719.

## References

1. Berezinets I.V., Garanina T.A., Ilina Y.B. Social capital of female members of board of directors and financial performance of company: empirical study. Rossijski jurnal menegmenta [Russian Journal of Management], 2018, vol. 16, pp. 337–370. DOI: 10.21638/spbu18.2018.302. URL: <https://doi.org/10.21638/spbu18.2018.302>
2. Brande M.M., Tishkina N.P. Effects of the board of directors on performance indicators of companies. *Economica i Predprinimatelstvo* [Economics and Entrepreneurship], 2024, vol. 18, pp. 1158–1162.
3. Brahma S., Nwafor C., Boateng A. Board gender diversity and firm performance: The UK evidence. *International Journal of Finance & Economics*, 2020, vol. 26, pp. 5704–5719. DOI: 10.1002/ijfe.2089. URL: <https://doi.org/10.1002/ijfe.2089>

4. Гаранина Т.А. Гендерный состав советов директоров и результативность фирмы: Доказательства рынка России [Текст] / Т.А. Гаранина, А.А. Муравьев // Обзор развивающихся рынков. — 2021. — Вып. 48.
5. Дженсен М.К. Теория фирмы: Управленческое поведение, агентские издержки и структура владения фирмой [Текст] / М.К. Дженсен, У.Х. Меклинг // Журнал финансовой экономики. — 1976. — Вып. 3. — С. 305–360.
6. Дуппати Г. Гендерное разнообразие и результативность фирмы: доказательства с рынков Индии и Сингапура [Текст] / Г. Дуппати, Н.В. Рао, Н. Матлани, Ф. Скримжур, Д. Патнаик // Прикладная экономика. — 2019. — Вып. 52. — С. 1553–1565.
7. Каньон М.Д. Результативность фирмы и гендерное разнообразие совета: метод квантильной регрессии [Текст] / М.Д. Каньон, Л. Хи // Бизнес исследований, 2017. — Вып. 79. — С. 198–211.
8. Муравьев А.А. Советы директоров российских публичных компаний в 1998–2014: структура, динамика и эффекты на результативность [Текст] / А.А. Муравьев // Экономические системы. — 2017. — Вып. 41. — С. 5–25.
9. Пфеффер Д. Внешний контроль организаций: ресурсозависимый подход [Текст] / Д. Пфеффер, Г.Р. Саланчик. — New York: Harper and Row Publishers, 1978. — 336 с.
10. Фернандес-Темпрано М.А. Типы директоров, разнообразия совета и результативности фирмы [Текст] / М.А. Фернандес-Темпрано, Ф. Техерина-Гайте // Корпоративное управление: международный журнал бизнеса в обществе. — 2020. — Вып. 20. — С. 324–342.
11. Хао Л. Квантильная регрессия [Текст] / Л. Хао, Д. Нейман. SAGE Publications, Inc., 2007. — 136 с.
12. Харджото М.А. Разнообразие совета и надзор за корпоративными инвестициями [Текст] / М.А. Харджото, И. Лаксмана, Я. Янг // Бизнес исследований. — 2018. — Вып. 90. — С. 40–47.
4. Garanina T.A., Muravyev A.A. The gender composition of corporate boards and firm performance: Evidence from Russia, *Emerging Markets Review*, 2021, vol. 48. DOI: 10.1016/j.ememar.2020.100772. URL: <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2020.100772>
5. Jensen M.C., Meckling W.H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, 1976, vol. 3, pp. 305–360. DOI: 10.1016/0304-405X(76)90026-X. URL: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
6. Duppati G., Rao N.V., Matlani N., Scrimgeour F., Patnaik D. Gender diversity and firm performance: evidence from India and Singapore. *Applied Economics*, 2019, vol. 52, pp. 1553–1565. DOI: 10.1080/00036846.2019.1676872. URL: <https://doi.org/10.1080/00036846.2019.1676872>
7. Conyon M.J., He L. Firm performance and boardroom gender diversity: A quantile regression approach. *Journal of Business Research*, 2017, vol. 79, pp. 198–211. DOI: 10.1016/j.jbusres.2017.02.006. URL: <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2017.02.006>
8. Muravyev A.A. Boards of directors in Russian publicly traded companies in 1998–2014: Structure, dynamics and performance effects, *Economic Systems*, 2017, vol. 41, pp. 5–25. DOI: 10.1016/j.ecosys.2016.12.001. URL: <https://doi.org/10.1016/j.ecosys.2016.12.001>
9. Pfeffer J., and Salancik G.R. 1978. The external control of organizations: A resource dependence approach, New York: Harper and Row Publishers
10. Fernández-Temprano M.A., Tejerina-Gaite F. Types of Director, Board Diversity and Firm Performance, *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 2020, vol. 20, pp. 324–342. DOI: 10.1108/CG-03-2019-0096. URL: <https://doi.org/10.1108/CG-03-2019-0096>
11. Hao L., Naiman D. 2007. Quantile Regression, SAGE Publications, Inc.
12. Harjoto M.A., Laksmana I., Yang Y. Board diversity and corporate investment oversight, *Journal of Business Research*, 2018, vol. 90, pp. 40–47. DOI: 10.1016/j.jbusres.2018.04.033. URL: <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2018.04.033>