

## СОЦИАЛЬНЫЙ КАПИТАЛ ЖЕНЩИН — ЧЛЕНОВ СОВЕТОВ ДИРЕКТОРОВ И ФИНАНСОВАЯ РЕЗУЛЬТАТИВНОСТЬ КОМПАНИИ: ЭМПИРИЧЕСКОЕ ИССЛЕДОВАНИЕ

*И. В. БЕРЕЗИНЕЦ, Т. А. ГАРАНИНА, Ю. Б. ИЛЬИНА*  
*Санкт-Петербургский государственный университет, Россия*

В современной практике корпоративного управления одной из наиболее обсуждаемых тем при анализе состава совета директоров (СД) является вопрос о включении в него женщин. Неоднозначное направление взаимосвязи между долей женщин в СД и финансовыми показателями деятельности компании, которое получают в эмпирических исследованиях, может объясняться не только различием в числе женщин-директоров, но и тем, *какие* женщины в него включены. В частности, тем, какой капитал женщины-директора привносят в компанию. Цель данной статьи заключается в том, чтобы выяснить, какой вклад социальный капитал женщин-директоров, выраженный множественными директорскими позициями, вносит в результативность деятельности компаний. Основываясь на динамическом подходе к понятию социального капитала женщин — членов СД, мы провели эмпирическое исследование на выборке публичных российских компаний за период с 2002 по 2010 г. и изучили особенности социального капитала женщин — членов СД. Полученные результаты позволили сделать вывод о том, что наличие множественных директорских позиций, занимаемых женщинами — членами СД в течение длительного времени, агрегирует и аккумулирует специфические профессиональные знания, навыки и опыт, повышающие ценность компании. В заключении статьи предложено обсуждение полученных результатов, определены направления дальнейших исследований.

*Ключевые слова:* совет директоров, женщины в совете директоров, гендерное разнообразие совета директоров, человеческий капитал женщин — членов совета директоров,

социальный капитал женщин — членов совета директоров, множественность директорских позиций.

*JEL*: G34, M21, O34.

Результаты исследований свидетельствуют о том, что начиная с 2000-х гг. происходит рост инвестиций компаний в интеллектуальный капитал (ИК). Так, в 2008 г. доля инвестиций компаний в наукоемкие активы в таких странах, как Финляндия, Япония, Нидерланды, Великобритания и США, составила от 7,5 до 11,7% ВВП, что в несколько раз превышает показатели 1990-х гг. [OECD, 2008]. Кроме того, в начале 2000-х гг. отношение величины инвестиций в нематериальные активы к выручке американских компаний в среднем составило 14%, что превысило аналогичный показатель для материальных активов, равный 9% [Corrado et al., 2018]. Увеличение инвестиций в интеллектуальные ресурсы привело к тому, что в 2016 г. их доля составляла от 80 до 100% рыночной ценности крупнейших международных компаний [Brand Finance, 2017].

Эти факты свидетельствуют о том, что все больше компаний стали рассматривать интеллектуальный капитал как важный источник создания ценности, способствующий повышению конкурентоспособности на рынке. Несмотря на большое число исследований, посвященных изучению интеллектуального капитала компании, до сих пор нет единой точки зрения относительно того, кто является источником его формирования. Соглашаясь с наиболее распространенным мнением о том, что интеллектуальный капитал создается и умножается сотрудниками компании [Edvinsson, Malone, 1997], мы предлагаем взглянуть на вопрос об источнике ИК компании более широко — с позиции внутренних и внешних стейкхолдеров. Такой подход позволяет вести речь о том, что интеллектуальный капитал генерируется не только сотрудниками компании, но и пред-

ставителями подразделений и органов управления, которые не всегда связаны с компанией официальным трудовым договором [Березинец, Гаранина, Ильина, 2017].

Одним из таких органов в структуре управления компании является совет директоров (СД), деятельность которого направлена на поддержание эффективного корпоративного управления. Совет директоров осуществляет важные функции по определению стратегии развития компании, консультированию и контролю деятельности менеджмента — все они направлены на реализацию и защиту прав акционеров, а также содействуют разрешению корпоративных конфликтов. Адекватная структура и сбалансированный состав совета директоров способствуют повышению качества выполнения его членами указанных функций, повышению эффективности деятельности компании и созданию ценности для акционеров.

В современной практике корпоративного управления одной из наиболее обсуждаемых тем при анализе структуры СД является вопрос о включении женщин в совет директоров. Исследований по вопросу, связанному с гендерным аспектом структуры совета директоров, достаточно много (см., напр.: [Adams, Ferreira, 2009; Bennouri et al., 2018; Campbell, Mínguez-Vera, 2008; Carter, Simkins, Simpson, 2003; Farrell, Hersch, 2005; Simpson, Carter, D'Souza, 2010; Yermack, 1996]). В них, в частности, анализируются факторы, как способствующие, так и препятствующие тому, чтобы женщины в СД компаний становилось больше [Adams, Ferreira, 2009; Nielsen, Huse, 2010; Terjesen, Sealy, Singh, 2009]. Ученые обращаются к таким качествам женщин, которые позволяют им

вносить вклад в процессы принятия решений в органах управления компанией, повышение эффективности деятельности СД, а также в целом способствуют улучшению практик корпоративного управления [Adams, Ferreira, 2009] и результативности деятельности компании [Bennouri et al., 2018; Carter, Simkins, Simpson, 2003].

Подходы к изучению роли женщин в СД и их характеристик многообразны. Предметом исследований являются институциональные аспекты, влияющие на представленность женщин в СД, такие как законодательные ограничения [Grosvold, Rayton, Brammer, 2015; Campbell, Mínguez-Vera, 2008], национальные и культурные особенности стран [Grosvold, Brammer, 2011]. Авторы работы [Grosvold, Rayton, Brammer, 2015] в рамках институционального подхода, ранее предложенного Мейером [Meyer, 2010], исходят из того, что основные национальные институты — семья, религия, экономика, образование, политика — влияют на поведение и решения людей. Они утверждают, что институциональный контекст оказывает существенное влияние на степень участия женщин в СД, поскольку воздействует на те вызовы и ограничения, с которыми сталкиваются женщины при построении своей карьеры [Grosvold, Rayton, Brammer, 2015]. Например, в Норвегии велика доля женщин в СД, а в Японии их практически нет [Grosvold, Rayton, Brammer, 2015]. Безусловно, институты общества — один из определяющих факторов формирования гендерного разнообразия СД, а составляющие ИК формируются в определенной институциональной среде. Однако мы оставляем эту проблематику для дальнейшего изучения. Признавая тот факт, что женщины в советах директоров российских публичных компаний оказываются под давлением целого ряда факторов внутренней и внешней среды бизнеса, мы не фокусируемся на институтах, а проводим анализ на уровне компаний.

Цель настоящего исследования заключается в том, чтобы выяснить, какой вклад социальный капитал (СК) женщин-директоров вносит в результативность деятельности компании. Прежде чем перейти к вопросу о ценности социального капитала женщин, необходимо отметить, что в течение длительного времени исследователями анализировались характеристики совета директоров, связанные прежде всего с его структурой — размером и уровнем независимости, а также взаимосвязь этих характеристик с результативностью деятельности компаний [Khanna, Jones, Boivie, 2014]. Как показали результаты метаанализа [Dalton et al., 1998], ученые так и не пришли к консенсусу относительно того, насколько независимость СД способствует повышению эффективности деятельности компаний. При поиске ответа на вопрос о том, каким должен быть размер СД для эффективного выполнения директорами своих функций, тоже не было достигнуто единого мнения [Coles, Daniel, Naveen, 2008; Dalton et al., 1999; Lipton, Lorsch, 1992].

Исследователи пришли к пониманию того, что, возможно, не сама структура СД, а те качества, которыми обладают его члены, способны оказывать влияние на эффективность его деятельности и результативность компании в целом. В этой связи появились исследования человеческого капитала (ЧК) совета директоров, которые сконцентрировались на таких характеристиках директоров, как знания, умения, компетенции директоров, и их взаимосвязи с результативностью и ценностью компании [Carpenter, Westphal, 2001; Hillman, Dalziel, 2003]. Очевидно, что не только человеческий капитал, но и социальный капитал совета директоров [Barroso-Castro, Villegas-Periñan, Casillas-Bueno, 2016; Hillman et al., 2011; Stuart, Yim, 2010; Wincent, Anokhin, Örtqvist, 2010] имеет важное значение, когда речь идет о вкладе интеллектуального капитала отдельных директоров и СД в целом в цен-

ность компании. Поэтому на протяжении последних десятилетий предметом исследований стали характеристики членов СД, не так легко измеримые, как те, которые связаны со структурой СД, но которые тем не менее позволяют дать содержательное представление о том, кто же эти люди, заседающие в советах и принимающие жизненно важные решения для успешного функционирования компании.

Большое число исследований, в которых рассматриваются гендерные аспекты совета директоров, посвящено анализу различий в человеческом и социальном капитале мужчин и женщин — членов СД. При этом практически отсутствуют работы, выявляющие взаимосвязь между интеллектуальным капиталом женщин — членов СД и финансовыми показателями деятельности компании [Bennouri et al., 2018; Seierstad, Orsahl, 2011]. На российском рынке такие исследования нами обнаружены не были. Признавая важность ЧК женщин с точки зрения его влияния на эффективность деятельности СД и результативность деятельности компании, в данной работе мы концентрируемся на СК женщин, рассматривая множественность директорских позиций женщин-директоров как один из важных его элементов. Необходимо отметить, что практически нет исследований, посвященных анализу взаимосвязи множественных позиций женщин-директоров и финансовых показателей деятельности компаний. Исследования в данной области преимущественно посвящены качественному сравнительному анализу совмещения мужчинами и женщинами позиций в СД разных компаний. Что касается множественности, то тестируются взаимосвязи между различными показателями результативности деятельности и множественностью директорских позиций в советах без разделения членов СД по гендерному признаку.

Авторы данной работы считают важным проанализировать, как множественность позиций именно женщин-директоров может

отразиться на финансовых показателях деятельности компаний. Какие характеристики ИК женщин — членов совета директоров могут повлиять на то, что именно женщины, занимающие несколько директорских позиций, привносят в СД? Какую добавленную ценность создает участие женщин в СД? С этой точки зрения данная статья восполняет существующий пробел в исследованиях по социальному капиталу женщин-директоров.

Структура работы следующая. Первый раздел посвящен обсуждению понятия интеллектуального капитала СД и его составляющих, а также анализу особенностей человеческого и социального капитала женщин — членов СД. Во втором разделе рассматривается вопрос множественности директорских позиций в целом, в третьем разделе сделан акцент на проблематике множественности директорских позиций женщин — членов СД и обосновывается взаимосвязь этого показателя с финансовой результативностью компании. Результаты эмпирического исследования представлены в четвертом разделе. Заключительный раздел статьи посвящен обсуждению полученных результатов и определению направлений для дальнейших исследований.

## **1. Интеллектуальный капитал совета директоров и особенности интеллектуального капитала женщин — членов советов директоров**

Неоднозначное направление взаимосвязи между долей женщин в СД и финансовыми показателями деятельности компании, о чем уже упоминалось ранее, может объясняться не только числом женщин в составе СД, но и тем, *какие* женщины в него включены. Аналогичный вывод содержится в работе [Гаранина, Муравьев, 2018], авторы которой утверждают, что необходимо анализировать не только лимиты и квоты на включение женщин в СД, но и то, как

они за счет имеющегося опыта, знаний, связей и бэкграунда могут повысить эффективность деятельности СД и, как следствие, результативность деятельности компании. Такой подход к рассмотрению вопроса об эффективности совета директоров позволяет сместить фокус на источники получения компанией конкурентного преимущества и создания ценности. В этой связи мы снова возвращаемся к тезису о том, что важно исследовать не только долю женщин в СД, но и причины, благодаря которым гендерное разнообразие СД способствует более качественному выполнению советами функций мониторинга, принятию эффективных решений и в целом влияет на результативность деятельности компании [Bennouri et al., 2018]. Различный опыт, знания и имеющиеся связи отражают интеллектуальный капитал и уникальность каждого из членов СД. Однако недостаточно просто обладать квалификационными, личностными и иными характеристиками. Для того чтобы компания имела возможность увеличивать ценность благодаря этому источнику, необходимо, чтобы СД извлекал экономические выгоды из неосязаемых ресурсов, которыми обладают его члены (знания, опыт, навыки, связи и т. д.), и фактически создавал интеллектуальный капитал СД.

Одной из первых работ, в которой изучался вопрос об интеллектуальном капитале совета директоров с точки зрения агентской теории и ресурсного подхода (из которого, в сущности, и произрастает концепция интеллектуального капитала), стало исследование [Hillman, Dalziel, 2003]. Авторами было впервые введено понятие «капитал совета директоров», к которому были отнесены человеческий капитал (знания и навыки членов СД) и социальный капитал (отношения членов СД между собой и со стейкхолдерами). Среди элементов человеческого капитала СД были выделены возраст, образование и имеющийся профессиональный опыт, а социального

капитала СД — число позиций в СД других компаний, перекрестные директорские позиции, связь с государством и т. д.

Авторы утверждают, что человеческий и социальный капитал позволяют членам СД более эффективно выполнять функции мониторинга и обеспечения компании различными ресурсами. Это мнение обосновывается тем, что каждый директор приносит свои знания, опыт и компетенции, а также связи и ресурсы в совет директоров. Функция проводника ресурсов реализуется за счет вклада директоров в развитие стратегии компании и, что важно подчеркнуть, вклада в повышение репутации фирмы, помощи в установлении контактов, консультировании менеджмента [Hillman, 2005].

Понятие интеллектуального капитала совета директоров компании, основанное на динамическом подходе, определяется в [Березинец, Гаранина, Ильина, 2017], где под ИК СД понимается способность совета директоров извлекать будущие экономические выгоды из неосязаемых активов, которыми обладают его члены (знания, опыт, навыки, связи и т. д.). Отметим, что результаты проведенных исследований говорят о том, что существуют отличия в тех знаниях, навыках и опыте, которыми обладают мужчины и женщины — члены СД, что, в свою очередь, влияет на эффективность работы СД и может определять эффективность деятельности компании [Bennouri et al., 2018]. Рассмотрим основные особенности человеческого и социального капитала женщин — членов СД.

В целом характеристики капитала женщин — членов СД усиливают эффективность мониторинга в совете, процесса принятия решений и вносят позитивный вклад в выполнение консультационной функции совета [Johnson, Powell, 1994].

В статье [Dang, Bender, Scotto, 2014] авторы изучают различия в характеристиках женщин и мужчин — членов СД на выборке 120 компаний, входящих в индекс

French Index SBF. Результаты, полученные на основе анализа информации о 1250 членах советов в 2010 г., позволили сделать вывод о том, что, несмотря на кажущуюся схожесть человеческого капитала, существуют значительные отличия между мужчинами и женщинами — членами СД относительно их профессионального опыта. Как оказалось, образование (человеческий капитал) членов совета директоров разных полов достаточно схож — 80% из них получали высшее образование по системе “Grande Ecole” в различных вузах Франции. В то же время продолжительность работы (человеческий капитал) женщин в составе СД в среднем составляет три года и практически в два раза меньше, чем у коллег-мужчин. Авторы также выявили, что женщины — члены СД французских компаний моложе, чем их коллеги-мужчины.

В работе [Hillman, Cannella, Paetzold, 2000] при анализе интеллектуального капитала СД авторы выделяют классификацию, которая может характеризовать членов СД:

- инсайдер (insider) — директор, который является основателем компании, имеет родственные связи с основателем или занимает какую-либо управленческую должность в компании;
- специалист (specialist) — директор, который является профессиональным банкиром, адвокатом, государственным служащим или имеет иную очень четкую специализацию;
- бизнес-менеджер (business manager) — директор, который является топ-менеджером или менеджером компании;
- взаимодействующий с обществом (influential) — директор, который обладает опытом работы в университете, некоммерческой организации, лечебном учреждении или благотворительной организации.

Анализ, основанный на описанной выше классификации, представленный в работах [Hillman, Cannella, Paetzold, 2000; Hillman, Cannella, Harris, 2002] и последующих ста-

тьях (см., напр.: [Dunn, 2012]), позволяет сделать вывод о том, что особенностью человеческого капитала женщин — членов СД является то, что они гораздо чаще выполняют функцию «взаимодействующих с обществом», в то время как мужчины выступают бизнес-менеджерами.

Еще одной характеристикой человеческого капитала женщин — членов СД является то, что они реже имеют базовое математическое или техническое образование, у них меньше связей в предпринимательской среде, бизнес-инкубаторах и стартапах. В работе [Tinkler et al., 2015] проанализировано 143 бизнес-инкубатора в Силиконовой долине с первоначальными инвестициями от 500 тыс. до 15 млн долл. Проведенное исследование свидетельствует о том, что женщины значительно реже создают успешные стартапы, чем мужчины. Кроме того, вероятность получения внешнего финансирования выше у тех стартапов, которыми руководят мужчины, а не женщины, причем в тех случаях, когда женщины начинают свой стартап, они чаще имеют техническое, а не гуманитарное образование. Авторы делают предположение о том, что в связи с отсутствием достаточного опыта и связей в инновационных областях женщины реже занимают директорские позиции в инновационно-активных компаниях по сравнению с мужчинами. В итоге в статье делается вывод о наличии «маскулинных» бизнесов, примером которых могут быть предпринимательские стартапы, где гендерный аспект напрямую взаимосвязан с возможностями эффективного развития компаний.

В исследовании [Singh, Terjesen, Vinicombe, 2008] проанализирована деятельность 144 членов советов (72 женщины и 72 мужчины) компаний Великобритании, включенных в листинг FTSE 100 с 2001 по 2004 г. Показано, что мужчины чаще имеют опыт работы в качестве членов СД в крупных публичных компаниях, а также управленческий опыт в качестве генераль-

ного директора, в то время как назначенные женщины — члены СД, как правило, имеют опыт в СД в основном небольших компаний. Кроме того, женщины — члены СД компаний Великобритании чаще всего являются иностранными членами СД. Результаты анализа свидетельствуют о том, что женщины — члены СД в три раза чаще, чем мужчины, не являются гражданами Великобритании и имеют опыт проживания и работы в других странах, в том числе в Европе, США и Канаде. Таким образом, авторы констатируют следующий важный факт: в компаниях Великобритании повышение интернационализации работы совета происходит за счет женщин — членов СД.

Анализ деятельности 572 женщин — членов советов, проведенный в [Burgess, Tharenou, 2002], показал, что если женщины входят в состав СД, то они чаще занимают в них позицию независимого члена совета. Авторы объясняют данный факт тем, что исторически женщины реже занимают руководящие должности, и это приводит к получению места в СД не через длинную историю построения карьерной лестницы, а более простым путем назначения в качестве члена СД в другой компании. В работе также отмечено, что интеллектуальный капитал женщин — исполнительных директоров и женщин — независимых директоров отличается. Так, женщины, занявшие пост члена СД, благодаря наличию руководящей должности чаще имеют больший управленческий опыт, более высокий уровень образования (включая MBA), а также их средний возраст выше. Человеческий капитал женщин — независимых членов СД редко связан с наличием управленческого опыта. Они чаще приходят из социальных сфер или государственных структур.

Как будет показано далее, изучение социального капитала женщин — членов СД также свидетельствует о существующих отличиях. В целом проведенные исследования свидетельствуют о том, что жен-

щины реже занимают несколько директорских позиций [Dang, Bender, Scotto, 2014]. Производственные связи женщин чаще возникают на основе дружеских отношений, которые лишь позже перерастают в более качественные, глубокие связи, способствующие проведению совместной профессиональной работы [McGregor, 2000]. В [Burgess, Tharenou, 2002] отмечается, что социальный капитал неисполнительных женщин — директоров чаще характеризуется большим количеством связей вовне, в том числе с независимыми директорами других компаний. Для сравнения: социальный капитал женщин — исполнительных директоров характеризуется большим количеством связей именно внутри тех компаний, в которых они работают.

Рассматривая данную статью в качестве первого этапа исследований по проблематике гендерного аспекта ИК СД, мы фокусируемся на изучении социального капитала женщин — членов СД, выбирая для анализа такой его элемент, как множественность директорских позиций женщин — членов СД. Следуя логике динамического подхода в определении интеллектуального капитала СД, в данной работе под социальным капиталом понимается способность женщин — членов СД извлекать существующие и потенциальные экономические выгоды из ресурсов, источниками которых являются их связи с внешними стейкхолдерами [Березинец, Гаранина, Ильина, 2017].

## **2. Множественность директорских позиций: занятость или репутация?**

Прежде чем перейти к анализу взаимосвязи между множественностью позиций женщин в СД других компаний и результативностью деятельности, обратимся к самому феномену совмещения директорских позиций и ответим на вопрос: каким образом множественность позиций директоров может быть связана с эффективностью деятельностью

компании, исходя из той роли и функций, которые выполняет СД?

Такой элемент, как множественность директорских позиций, не только является важной составляющей СК директоров, но и, по нашему мнению, может рассматриваться как одна из характеристик качества системы корпоративного управления в компании. В классификации, приведенной в авторитетном обзоре работ по советам директоров [Johnson, Schnatterly, Hill, 2013], на основе признанных теоретических и эмпирических исследований, множественность рассматривается с двух точек зрения. С одной стороны, множественность директорских позиций и перекрестные позиции директоров, наряду со связями с политическими партиями, аффилированными лицами и пр., авторы относят к группе «связи с организациями». С другой стороны, отношения директоров с иными членами СД, коалиции, связи с СЕО включаются в группу «личные связи».

Пытаясь ответить на вопрос о том, каким же образом множественность позиций члена СД может влиять на ценность компании, мы предполагаем, что это происходит за счет ресурсов и активов, приобретаемых через связи, которые устанавливаются благодаря тому, что директор заседает в СД других компаний. Для проверки высказанных предположений необходимо ответить на вопросы о том, какова ценность этих связей и какие ресурсы член СД способен получить и привнести в компанию благодаря им.

*Множественность* директорских позиций (multiple directorships) понимается как совмещение позиции члена СД с директорскими позициями в других компаниях [Ahn, Jiraporn, Kim, 2010; Ferris, Jagannathan, Pritchard, 2003; Jiraporn, Kim, Davidson, 2008; Stuart, Yim, 2010]. Сама множественность как явление *концептуально* воспринимается исследователями и практиками единообразно, тем не менее она не получила единой трактовки с точки зрения ин-

терпретации и осознания роли совмещения позиций директоров и его влияния на эффективность деятельности и ценность компании. Очевидно, что множественность позиций директора может рассматриваться с точки зрения как преимуществ, которые она может приносить СД и компании, так и недостатков, издержек, связанных с ней [Kiel, Nicholson, 2006].

В целом исследования по проблематике множественности демонстрируют наличие двух противоположных позиций относительно того, является ли она фактором создания ценности компании или может оказать негативное влияние на эффективность ее деятельности. В результате дискуссии о совмещении позиций директоров были выдвинуты две гипотезы. Первая — гипотеза репутации — поддерживает феномен множественности как фактор, позитивно влияющий на результативность деятельности и ценность компании [Booth, Deli, 1996; Certo, 2003; Ferris, Jagannathan, Pritchard, 2003]. Вторая — гипотеза занятости, наоборот, утверждает, что в результате совмещения директорских постов в разных компаниях директора становятся «занятыми», а значит, не склонными или неспособными качественно выполнять свои функции в СД (см., напр.: [Benson et al., 2014; Ferris, Jagannathan, Pritchard, 2003; Fich, Shivdasani, 2006; Jiraporn et al., 2009] и др.).

Обратимся к гипотезе репутации, опирающейся на ресурсную концепцию, разработанную Пфедфером и Саланчиком [Pfeffer, Salancik, 1978], согласно которой ценность директоров связана с их возможностями привносить в компанию разнообразные ресурсы.

Директора, совмещающие свои позиции в СД нескольких компаний, «обогащают» и сам совет, и компанию, привнося свои знания и опыт (см., напр.: [Booth, Deli, 1996; Ferris, Jagannathan, Pritchard, 2003; Field, Lowry, Mkrtchyan, 2013; Harris, Shimizu, 2004; Mizruchi, Stearns, 1994;



Omer, Shelley, Tice, 2014; Sarkar, Sarkar, 2009)), а помимо этого, социальные связи и контакты, обеспечивая СД доступом к большему объему информации [Carpenter, Westphal, 2001; Kiel, Nicholson, 2006]. Ряд исследований показывает, что директоров, совмещающих позиции в СД разных компаний, более склонны включать в свои советы крупные фирмы, которым необходимы директора с широкими контактами, большим опытом и компетенциями в различных отраслях и сферах деятельности [Booth, Deli, 1996; Ferris, Jagannathan, Pritchard, 2003], ведь они являются широко востребованными на рынке. Назначение такого директора в СД крупных успешных компаний дает позитивный сигнал рынку о ценных качествах, которыми обладает данное лицо [Masulis, Mobbs, 2014]. Социальные связи воздействуют на то, как функционируют отдельные директора и совет в целом, и посредством этих связей происходит передача информации и ресурсов [Khanna, Jones, Boivie, 2014].

Согласно исследованию [Chen, 2009], директора с множественными позициями оказывают положительное влияние на результативность компаний с большими возможностями роста, поскольку способны оказать значительную консультационную поддержку компаниям, имеющим широкие инвестиционные возможности. Фирмам, нуждающимся в привлечении большого объема финансирования с рынков капитала, также необходима поддержка со стороны директоров, обладающих большим опытом и широкими связями, в том числе благодаря совмещению членства в СД в различных компаниях. Для таких компаний установлена положительная взаимосвязь между множественностью директорских позиций и результативностью деятельности [Lee, Lee, 2014]. В исследовании [Loderer, Peyer, 2002] найдена положительная взаимосвязь между множественностью директорских позиций и результативностью публичных компаний, но в то же время отрицатель-

ная — между данными показателями непубличных компаний. Такой результат может свидетельствовать о том, что для публичных компаний экспертиза и деловые контакты, предоставляемые директорами, имеют большее значение.

Вместе с тем статус, престиж, репутация членов СД дают информационный сигнал внешним стейкхолдерам о той организации, в СД которой они заседают [Certo, 2003]. В связи с этим исследователи констатируют еще один эффект от приглашения директоров с высокой репутацией — увеличиваются возможности фирмы по установлению связей с ценными партнерами, поставщиками ресурсов [Barroso-Castro, Villegas-Periñan, Casillas-Bueno, 2016], ими создается дополнительный эффект, вклад в создание ценности фирмы. Согласно исследованию компании PWC [PWC, 2016], 87% американских компаний пользуются рекомендациями членов своего совета при назначении новых членов СД, причем многие компании приглашают кандидата на пост члена СД только в случае, если кто-либо из текущих членов их совета имел опыт совместной работы с ним в СД других компаний [Kress, 2017]. Целый ряд авторов поддерживают гипотезу репутации, исходя из ценности ресурсов, привносимых директорами, совмещающими директорские позиции.

Исследователи признают и положительную роль совмещения директорских позиций для эффективного осуществления функций мониторинга. Востребованные, а соответственно, занимающие несколько позиций директора являются компетентными и опытными, и ожидается, что они будут профессионально осуществлять функцию мониторинга в СД [Fama, Jensen, 1983; Loderer, Peyer, 2002].

Благодаря существованию репутационного эффекта на рынке, очевидно, что прежняя и текущая деятельность директоров связана с тем, насколько они востребованы компаниями. Если деятельность

директора была неэффективна, то наиболее вероятно, что его не будут приглашать на директорские позиции в другие компании и от этого пострадает репутация директора как востребованного эксперта [Ferris, Javakhadze, Liu, 2016]. Поэтому следует ожидать, что директора обеспокоены вопросом о том, насколько качественно они будут выполнять свои обязанности в совете, не будут ли они перегружены. Этот факт обосновывает появление вопроса о том, сколько директорских позиций может позволить себе занять востребованный директор, чтобы не быть слишком «занятым».

Обобщая все вышесказанное и возвращаясь к анализируемому элементу СК — множественности директорских позиций, зададимся следующим вопросом: сколько таких директорских постов может занимать один директор в разных компаниях? Насколько опыт, знания, компетенции, которые директор привносит в данную компанию, являются уникальным ресурсом именно для этой компании, способствующим созданию ее конкурентных преимуществ? Какие существуют подходы к проблеме «занятости» директора, имеющего множественные позиции?

Авторы работ [Cashman, Gillan, Jun, 2012; Fich, Shivdasani, 2006] полагают, что занятым можно считать директора, занимающего три и более позиции в советах директоров. Бенсон с соавторами в [Benson et al., 2014], следуя данному подходу, уточняют, что речь идет о трех и более внешних позициях для директора, который в СД рассматриваемой компании является исполнительным директором. В [Fich, Shivdasani, 2006; Benson et al., 2014] говорится также, что советы директоров, в которых более половины членов совета занимают три и более директорских позиции, можно считать «занятыми».

Как отмечалось в [Березинец, Ильина, 2016], справедливым является подход, согласно которому «занятость» членов СД не определяется конкретным универсаль-

ным числом позиций, а должна трактоваться с учетом институциональных, национальных, культурных особенностей стран. В этой связи рассмотрим страновую специфику вопроса о том, сколько позиций в СД других компаний занимают члены СД. Так, для компаний США и Канады исследователи констатируют крайне низкую занятость как самих членов СД, так и советов в целом [Ferris, Jagannathan, 2001; Ferris, Jagannathan, Pritchard, 2003; Fich, Shivdasani, 2006]. В то же время примером «истинной» занятости члена СД в компаниях развивающихся стран — Индии, Малайзии и Пакистана — служит тот факт, что традиционно они одновременно являются директорами в 10–20 советах, и это признается обычной практикой [Sarkar, Sarkar, 2009]. Безусловно, такая ситуация свойственна не всем развивающимся рынкам, и обобщать эту практику было бы некорректно в силу того, что существует не так много исследований по занятости директоров и СД на развивающихся рынках [Chen, Lai, Chen, 2015]. Так, в Китае, согласно авторам работы [Li, Wang, Dong, 2013], проводивших в 2010–2013 гг. исследование публичных нефинансовых компаний, среднее число занимаемых директорских позиций составило 2,41.

Вопрос о том, каким образом измеряется занятость, тесно связан с тем, как совмещение директорских позиций может способствовать или, наоборот, мешать созданию и повышению ценности компании.

Согласно исследованию [Chen, Lai, Chen, 2015], взаимосвязь между числом директорских позиций, занимаемых членом СД в советах других компаний, и результативностью деятельности компании становится отрицательной, если их число превышает пять. В работе [Lei, Deng, 2014] получен аналогичный результат, проводя исследование на выборке 948 компаний Гонконга в период с 2001 по 2009 г., авторы подтверждают предположение о том, что, пока директор занимает не более пяти позиций,

взаимосвязь доли занятых директоров и с бухгалтерскими, и с рыночными показателями является прямой. После того как число директорских позиций превышает пять, взаимосвязь с результативностью деятельности становится обратной. В то же время для американских компаний было обнаружено, что те из них, в которых большинство директоров в совете имеют три и более директорских позиции, демонстрируют более низкую финансовую результативность и качество корпоративного управления [Fich, Shivdasani, 2006].

Автор исследования [Bouzinab, 2017] о влиянии структуры и характеристик советов директоров на успешность сделок по поглощениям, проведенного для европейских компаний в период с 2000 по 2006 г., следуя подходу, предложенному в [Harris, Shimizu, 2004], исходил из того, что занятым можно считать директора, занимающего пять и более позиций. Он пришел к выводу, что вероятность осуществления успешной сделки по поглощению ниже для тех компаний, у которых в СД доминируют занятые директора. Выводы, сделанные автором, аналогичны [Fich, Shivdasani, 2006]: у таких директоров недостаточно времени и энергии на то, чтобы активно участвовать в процессах проведения сделок по поглощениям.

В то же время автор исследования [Kress, 2017], основанного на кейсах компаний США, в которых произошли финансовые мошенничества и манипуляции с отчетностью, считает занятым любого директора, совмещающего свою позицию с членством в СД хотя бы в одной другой компании, и приводит аргументы о негативном влиянии, которое оказывает загруженность директора дополнительными обязанностями на деятельность совета и компании в целом.

В работе [Core, Holthausen, Larcker, 1999] обнаружено, что совмещение директорами трех и более позиций связано с завышенным вознаграждением топ-менеджменту, что может сигнализировать о недостаточ-

ном мониторинге менеджмента со стороны директоров. В [Adams, Ferreira, 2009] отмечается проблема посещаемости заседаний теми членами СД, которые являются членами СД других компаний, — этот факт отрицательно влияет на выполнение функции мониторинга. На негативную реакцию инвесторов в связи с загруженностью таких членов СД указывается и в статье [Falato, Kadyrzhanova, Lel, 2014]. Таким образом, можно резюмировать, что директора становятся занятыми, когда при совмещении определенного числа директорских позиций они уже не добавляют ценность компании. В попытке определить, какое число совмещения директорских позиций является оптимальным, важно понять, как такое совмещение влияет на ценность компаний. Если этот показатель негативно связан с результативностью деятельности компании, то директор считается занятым — сбрасывается гипотеза «занятости». Если связь положительная, то работает ресурсная концепция и основанная на ней гипотеза репутации.

Подводя итог вышесказанному, отметим, что авторы настоящей статьи разделяют точку зрения [Chen, 2009] о том, что совмещение директорских позиций может иметь разное влияние на компании, и это связано с различными потребностями в мониторинге и консультационной поддержке, поскольку такие важные функции СД, как мониторинг и обеспечение ресурсами, могут вступать в противоречие, когда речь идет о множественности занимаемых директором позиций.

### **3. Множественность директорских позиций женщин — членов советов директоров**

Рассмотрим основной исследовательский вопрос о наличии взаимосвязи между социальным капиталом директоров-женщин, измеряемым числом занимаемых директорских позиций, и финансовой результа-

тивностью компаний и о направлении этой взаимосвязи.

Говоря о множественных позициях женщин — членов СД в других советах, прежде всего следует отметить, что женщины реже, чем мужчины, занимают позиции в нескольких советах директоров. В статье [McDonald, Westphal, 2013] изучается социальный капитал, измеренный через множественность директорских позиций вновь назначенных членов советов 1305 публичных компаний в период с 1999 по 2006 г. Проанализировав гендерный аспект множественности, авторы пришли к выводу о том, что женщины намного реже, чем мужчины, занимают позицию члена СД более чем в одном совете. Авторы [Singh et al., 2015] проанализировали составы совета директоров 115 компаний, чьи акции торгуются на французской фондовой бирже и входят в индекс SBF. Результаты исследования показали, что 20% женщин — членов СД занимают как минимум еще одну позицию члена СД в другой компании и лишь 6% женщин являются членами СД более чем в трех компаниях.

Чем можно объяснить данную ситуацию? Прежде всего тем, что доля женщин в СД компаний разных стран мира достаточно мала.

Тот факт, что женщины реже занимают несколько позиций в качестве члена СД, ряд исследователей объясняют спецификой их интеллектуального капитала. В [Dang, Bender, Scotto, 2014] авторы изучали различия в характеристиках женщин и мужчин — членов СД 120 компаний, входящих в индекс French Index SBF, и пришли к выводу, что женщины реже занимают несколько директорских позиций в СД. Кроме того, они реже обладают управленческим опытом на ведущих позициях в компании по сравнению с мужчинами. В статье [Dang, Bender, Scotto, 2014] отмечается, что это связано с тем, что женщины стали входить в состав СД на более постоянной основе лишь в последние годы, ранее такое пред-

ставительство было скорее исключением из правил.

Некоторые авторы объясняют тот факт, что женщины реже занимают позицию члена СД в нескольких компаниях, особой важностью для них, в отличие от мужчин, возможности совмещения карьеры и семьи. В опросе, проведенном среди женщин — руководителей европейских компаний [Stone, Lovejoy, 2004], 86% респондентов отметили, что причиной смены работы явились большая загрузка и ненормированные часы работы. Автор [McGregor, 2000] полагает, что в силу того, что на процесс формирования карьеры у женщин уходит достаточно много времени и сил, они реже занимают позиции в нескольких советах директоров.

Есть ряд исследований, которые свидетельствуют о том, что женщины более, чем мужчины, склонны занимать несколько директорских позиций СД [Dang, Bender, Scotto, 2014; Nguyen, Locke, Reddy, 2015]. Эти выводы связаны с исследованиями активности женщин — членов в СД в тех странах, в которых введены законодательные квоты на долю женщин в советах и их процент в советах достигает 35–40%. Однако в этих странах ситуация с совмещением директорских позиций женщинами осложняется следующими факторами. Как показано в работе [Seierstad, Opsahl, 2011], анализирующей состав СД норвежских компаний, после введения квот на государственном уровне появилась проблема нехватки квалифицированных женщин — членов СД, обладающих необходимыми знаниями и опытом. Поэтому в Норвегии сформировалась «группа лучших» женщин, которые занимают позицию члена СД в нескольких компаниях («Золотые юбки» — “The Golden skirts”). Авторы исследования, проведенного на выборке 384 норвежских компаний, акции которых торговались на бирже с 2002 по 2009 г., сделали вывод о том, что эти женщины перегружены обязанностями члена СД.

Полученные ими результаты свидетельствуют об обратной зависимости между долей таких занятых женщин в советах и бухгалтерскими показателями деятельности компаний. Авторы работы [Dang, Bender, Scotto, 2014] также высказывают опасения относительно нехватки женщин с достаточным опытом работы в качестве члена СД — это приводит к тому, что одни и те же женщины вынуждены занимать несколько директорских позиций. Такая занятость может негативно влиять на исполнение женщинами-директорами своих обязанностей в совете, а соответственно, на деятельность совета в целом.

На наш взгляд, факт отсутствия квалифицированных женщин-директоров может служить препятствием для роста числа внешних директорских позиций, занимаемых женщинами. Очевидно, что возможности имеющихся женщин — членов директоров не безграничны.

Кроме того, ряд характеристик женщин, благодаря которым они вносят положительный вклад в эффективность деятельности компании, могут, как ни странно, стать аргументом против того, чтобы женщины занимали многочисленные позиции в советах. Среди них — большая, чем свойственно мужчинам, осторожность в принятии важных решений в компаниях [Levi, Li, Zhang, 2014], особо тщательный подход к мониторингу [Adams, Ferreira, 2009], консервативность в оценке рисков [Campbell, Minguez-Vera, 2008; Groson, Gneezy, 2009]. Женщины склонны чаще посещать заседания СД и участвовать в работе комитетов, особенно в комитетах, отвечающих за мониторинг [Adams, Ferreira, 2009]. Они более ответственно и тщательно готовятся к заседаниям СД, чем мужчины [Huse, Solberg, 2006]. Как показывает практика, не все компании со сложившимся (но не всегда конструктивным и эффективным) подходом к практике корпоративного управления и формированию СД, в частности, готовы номинировать таких жен-

щин в свои СД и лишаться «привычной и спокойной» жизни.

В статье [Singh et al., 2015] указывается на факт редкого совмещения женщинами директорских позиций, хотя отмечается, что пребывание женщин в СД является достаточно долгосрочным. Авторы обнаружили, что треть женщин занимали директорские позиции в течение семи анализируемых лет в период с 2003 по 2009 г. Это может свидетельствовать в пользу того, что женщины более ответственно подходят к работе в качестве членов СД, заботятся об устойчивости своей позиции, и распыленность обязательств, связанная с множественностью директорских позиций, может помешать им концентрироваться на качественной работе в одном СД. Логично предположить, что женщины могут быть не склонны занимать дополнительные директорские позиции, опасаясь не справиться с повышенным объемом работы. Именно на это указывают исследователи, подтверждающие в своих работах гипотезу занятости, — совмещение позиций директора с аналогичными постами в других компаниях приводит к тому, что, как отмечалось, в силу недостатка времени у директоров нет возможности основательно готовиться к заседаниям, тщательно прорабатывая все вопросы [Core, Holthausen, Larcker, 1999; Fich, Shivdasani, 2006].

Вместе с тем исследователи отмечают и негативное влияние наличия женщин в советах директоров, что может препятствовать их номинации в СД. Коммуникации между директорами и менеджерами могут ослабляться в силу более жесткого мониторинга [Adams, Ferreira, 2007]. Получается, что такое «кропотливое» выполнение женщинами своих функций как директоров может отрицательно сказываться на эффективности деятельности совета и компании в целом. При этом женщины — члены СД занимают директорские позиции в советах других компаний чаще всего как независимые директора [Adams, Ferreira, 2009; Dang, Bender, Scotto, 2014], которые при-

званы осуществлять тщательный мониторинг. Используя перечисленные аргументы, можно предположить, что компании не всегда склонны приглашать женщин в свои советы.

Как отмечалось, исследований по взаимосвязи множественности директорских позиций женщин и финансовой результативности компаний достаточно мало. В одном из них, проведенном на выборке 394 компаний Франции, входящих в индекс CAC All-Shares в период с 2001 по 2010 г. [Bennouri et al., 2018], тестируется гипотеза об отсутствии взаимосвязи между множественностью позиций женщин-директоров и финансовой результативностью компаний. Однако, как и в работе [Seierstad, Opsahl, 2011], авторы выявили обратную зависимость между этими показателями (в качестве результативности использовалась рентабельность активов компании). Сделанные выводы подтверждают значимость теории мониторинга и поддерживают гипотезу занятости: эффективность мониторинга менеджмента снижается при высокой степени загруженности директоров (см., напр.: [Benson et al., 2014; Core, Holthausen, Larcker, 1999; Ferris, Jagannathan, Pritchard, 2003; Fich, Shivdasani, 2006; Jiraporn, Singh, Lee, 2009; Johnson, Schnatterly, Hill, 2013]).

В то же время в [Bennouri et al., 2018] авторы обнаружили положительную взаимосвязь множественности директорских позиций с рыночными показателями деятельности, что может быть объяснено позитивной реакцией рынка на включение в состав совета директоров женщин, имеющих опыт работы в советах других компаний. Эти результаты аналогичны полученным в исследованиях [Booth, Deli, 1996; Field, Lowry, Mkrtchyan, 2013; Masulis, Mobbs, 2014; Mizruchi, Stearns, 1994; Omer, Shelley, Tice, 2014; Sarkar, Sarkar, 2009], поддерживающих теорию зависимости от ресурсов и подтвержда-

ющих гипотезу репутации в отношении роли директоров с множественными позициями в повышении результативности деятельности и создании ценности. Можно предположить, что инвесторы реагируют положительно на ценность директоров, занятых в советах других компаний, воспринимая множественность позиций как сигнал о репутации приглашенных в них лиц.

На основании проведенного анализа исследований и учитывая специфику множественности позиций женщин-директоров в России, далее анализируется взаимосвязь и ее направление между множественностью позиций женщин в советах директоров и финансовой результативностью российских компаний.

#### 4. Эмпирическое исследование

##### *Формирование выборки*

Для эмпирического исследования мы использовали выборку компаний, сформированную в период с 2002 по 2010 г. для исследования информационной прозрачности, проведенного по методологии, разработанной Службой рейтингов корпоративного управления Standard & Poor's (см., напр.: [Бородина, Степанов, 2010; Бородина, Швырков, 2010; Кочетыгова и др., 2005; Марушкевич и др., 2009; Пастухова и др., 2007; Степанов и др., 2008; Степанов и др., 2010]). В основе методологии лежал принцип полного и своевременного публичного раскрытия информации, существенной для инвесторов, а само исследование проводилось на выборке крупнейших публичных компаний, имеющих наиболее ликвидные акции. Причем, как указывалось в отчетах (см., напр.: [Бородина, Степанов, 2010; Бородина, Швырков, 2010; Кочетыгова и др., 2005; Марушкевич и др., 2009; Пастухова и др., 2007; Степанов и др., 2008; Степанов и др., 2010]), каждый год список компаний обновлялся, исходя из

Таблица 1

## Динамика числа компаний в выборке исследования

Год	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Число компаний	39	50	52	56	63	69	78	82	81

соотнесения размера компании и ликвидности ее акций.

Специфика данного исследования, связанного с анализом капитала СД и поиском зачастую уникальной с точки зрения раскрытия информации, такова, что прозрачность тех компаний, которые включались в исследование информационной прозрачности, существенно превышала этот показатель для других публичных компаний. Это стало одним из главных аргументов для проведения исследования именно на этой выборке. Кроме того, как указано в [Кочетыгова и др., 2005], в исследовании S&P подчеркивалось, что в компаниях выборки достаточно хорошо раскрывалась информация о составе, роли и компетенции советов директоров, об отдельных директорах и комитетах при СД.

После формирования списка из 570 наблюдений (табл. 1) были собраны годовые, квартальные отчеты и финансовая отчетность компаний выборки (источник — базы данных СКРИН и СПАРК). По квартальным отчетам за второй квартал был составлен список членов всех СД компаний, в результате было получено 5914 наблюдений. Для сбора информации о том, каким управленческим опытом в текущем году обладает каждый член СД и в скольких компаниях он является членом СД, использовались отчеты компаний за второй квартал (раздел 5 «Подробные сведения о лицах, входящих в состав органов управления эмитента, органов эмитента по контролю за его финансово-хозяйственной деятельностью, и краткие сведения о сотрудниках (работниках) эмитента»). Помимо информации для текущего года, собиралась аналогичная информация и за предшеству-

ющий пятилетний период. Отметим, что фиксировалось участие в СД компаний любой организационно-правовой формы. В том случае, если по какому-либо члену СД не было указанной информации в отчетах данного года, мы проводили мониторинг всех более поздних годовых и квартальных отчетов. Источником для сбора указанной информации также служили веб-сайты компании или иные интернет-сайты, на которых ее можно было найти.

*Состав совета директоров:  
гендерный аспект*

Перейдем к анализу описательной статистики характеристик гендерного состава и структуры СД. Как следует из табл. 2, практически в половине наблюдений в СД компаний не было ни одной женщины — члена СД. При этом динамика изменения доли женщин в СД компаний выборки не является ярко выраженной (рис. 1).

Для сравнения приведем статистику из исследования [Гаранина, Муравьев, 2018], проведенного на выборке всех российских компаний, акции которых торговались на фондовых биржах РТС/ММВБ/Московской бирже в период с 1998 по 2014 г. Процент женщин в советах директоров российских компаний в указанный период составил 12%, причем 40% компаний не имели ни одной женщины в СД, одна женщина-директор присутствовала в 33% компаний, две — в 17% компаний, три — в 7%, а четыре и более — в совете лишь 3% компаний. Аналогичные результаты были получены в работе [Berezinets, Ilna, Cherkasskaya 2017] — средняя доля женщин-директоров в российских публичных компаниях составила 0,12. В ряде зарубежных исследований

Таблица 2  
Представительство женщин в советах директоров компаний выборки

Число женщин в совете директоров	Процент наблюдений
0	50,53
1	31,4
2	11,93
3	5,26
4	0,7
5	0,18
Всего	100

(см., напр.: [Branson, 2012; Grosvold, Rayton, Brammer, 2015]) также демонстрируется факт незначительной доли женщин в СД компаний. В [Bennouri et al., 2018] при анализе составов СД 394 французских компаний в 2001–2010 гг. было обнаружено, что средний процент женщин в СД составил 10,72%; в [Liu, Weu, Xiu, 2014] этот показатель на данных китайских публичных компаний за период 1999–2011 гг. составил 10,2%.

Советы директоров компаний выборки данного исследования имеют следующие гендерные характеристики. Среди всех директоров-женщин процент исполнительных членов СД равен 16%, 84% из них являлись неисполнительными директорами. В среднем в СД компаний выборки было больше женщин — неисполнительных директоров, чем исполнительных членов СД, причем это различие статистически значимо. Согласно статистике, процент компаний, в СД которых была хотя бы одна женщина — неисполнительный директор, составил 43,51%, при этом среди женщин — неисполнительных директоров 5,62% являлись независимыми директорами.

Приведем следующие данные для сравнения. В [Buchwald, Hottenrott, 2015] был рассмотрен страновой аспект гендерного состава СД. Авторы изучили 3369 компаний из 15 стран — членов ЕС (период с 2003 по 2011 г.) и установили, что минимальная доля женщин — неисполнительных членов СД (из всех неисполнительных членов СД), равная 0,05, наблюдалась в австрийских, немецких и швейцарских компаниях, а максимальная доля, равная 0,40, — в норвежских

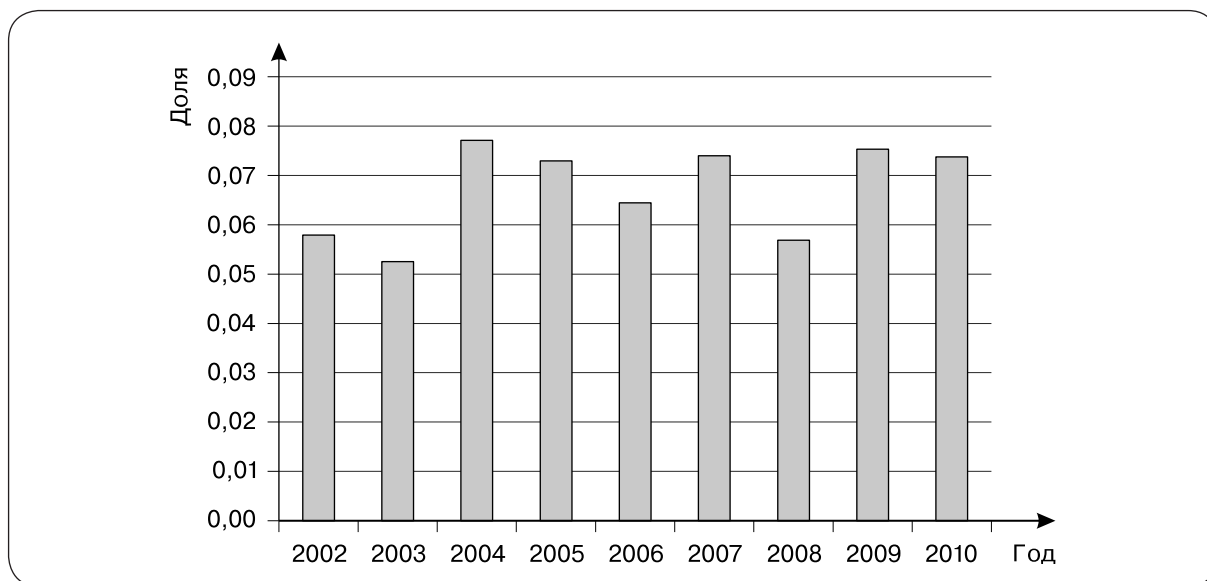


Рис. 1. Динамика доли женщин в советах директоров компаний выборки





Рис. 2. Динамика доли женщин-директоров: исполнительных, неисполнительных и независимых членов СД

компаниях. При этом констатировался рост доли женщин — неисполнительных членов СД. Аналогичный факт отмечается и в [De Pril, Roberts, 2016].

Если говорить о динамике изменения состава СД с гендерной точки зрения, то анализ компаний выборки показал устойчивое доминирование числа женщин — неисполнительных членов СД (рис. 2). Для сравнения: исследование [De Pril, Roberts, 2016], проведенное на выборке публичных европейских компаний, входящих в рейтинг STOXX 600, показало, что в 2015 г. доля женщин — независимых членов СД составила 0,28, причем она была на 0,12 выше, чем в 2011 г. Значительно медленнее увеличивался процент женщин — исполнительных директоров — с 4 до 6,7%.

Средний возраст женщин — членов СД компаний выборки равен 44 годам. Согласно [Liu, Weu, Xiu, 2014] их китайские коллеги не намного старше: средний возраст женщин — членов СД китайских публичных компаний составил 47 лет, причем женщины-директора в среднем на 1,6 года моложе своих коллег-мужчин. Из динамики изменения среднего возраста

женщин — членов СД компаний выборки, представленной на рис. 3, видно, что период с 2002 по 2007 г. характеризовался тенденцией к омоложению женского директорского корпуса в компаниях выборки, однако кризисный период, очевидно, потребовал привлечения более зрелых членов СД. В целом по выборке средний возраст женщин — исполнительных членов СД составил 50,5 года, неисполнительных — 43 года, а независимых — 42 года. Средний возраст женщин — членов СД из других стран — 55 лет, а женщин, представляющих в СД государство, — 43 года.

Среди женщин — членов СД представители государства были только в 8,76% наблюдений и только в 2,11% наблюдений в СД были женщины-иностранки (табл. 3). Причем по факту в период исследования ими оказались всего четыре женщины, которые на протяжении нескольких лет являлись членами СД, одна из них — в нескольких компаниях одновременно. Динамика изменения средней доли женщин — членов СД, директоров из других стран и директоров — представителей государства в компаниях выборки показана на рис. 4.

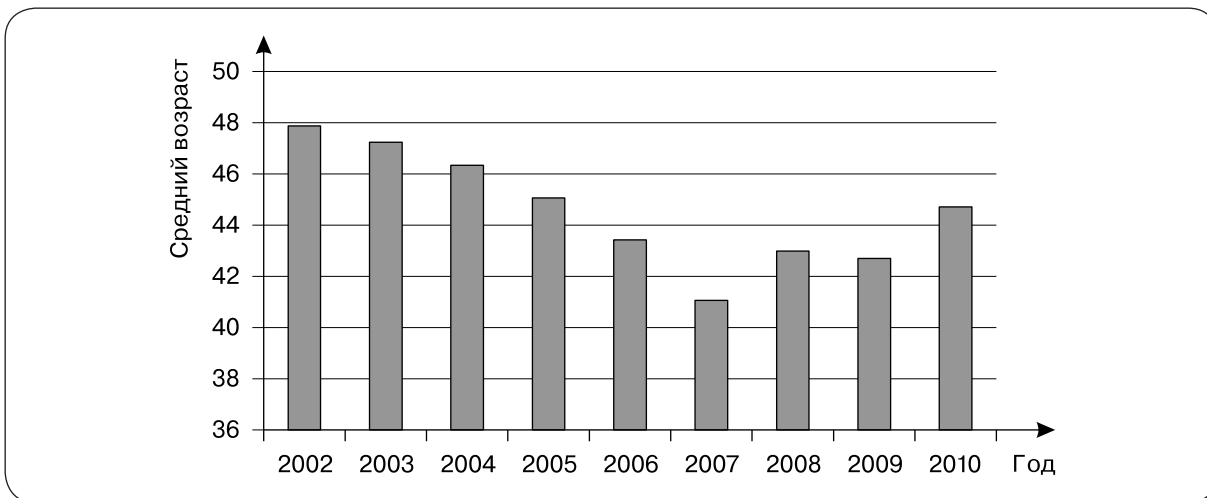


Рис. 3. Динамика среднего возраста женщин — членов совета директоров

Таблица 3

**Женщины в советах директоров компаний выборки:  
иностранные граждане и представители государства**

Число женщин — иностранных членов СД	Процент	Число женщин — членов СД, представляющих государство	Процент
0	97,88	0	91,23
1	2,12	1	7,89
Всего	100	2	0,88
		Всего	100

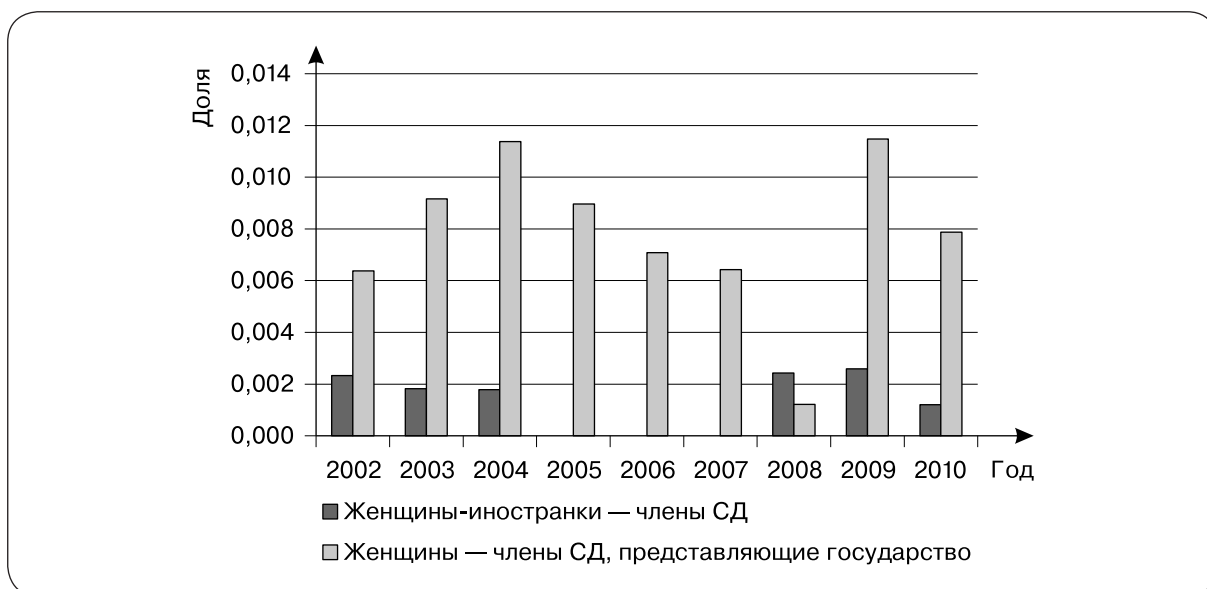


Рис. 4. Динамика доли женщин — членов совета директоров: иностранных граждан и представителей государства

Таблица 4

## Множественность директорских позиций женщин — членов советов директоров

Число директорских позиций в других компаниях	Процент женщин — членов СД компаний выборки	Число директорских позиций в других компаниях	Процент женщин — членов СД компаний выборки
0	55,53	10	0,47
1	12,24	11	0,47
2	6,82	12	0,24
3	7,53	15	0,24
4	7,06	16	0,24
5	2,35	17	0,24
6	1,88	22	0,24
7	1,65	25	0,24
8	1,65	35	0,20
9	0,71		

*Социальный капитал совета директоров: гендерный аспект*

В этом подразделе представлена описательная статистика показателей, связанных с членством женщин — членов СД одновременно в советах нескольких компаний. Это могли быть СД как публичных, так и непубличных компаний, в частности ООО. В рассматриваемой выборке из всех женщин — членов СД 45% были членами СД еще *хотя бы одной другой компании*. Для сравнения: анализ состава СД французских публичных компаний в период с 2001 по 2010 г. [Bennouri et al., 2018; Gull et al., 2018] показал, что процент женщин, занимающих еще хотя бы одну позицию в другом СД, составляет 61,67%. В свою очередь, для китайских публичных компаний этот показатель оказался равным 75,8% [Liu, Wei, Xiu, 2014]. В табл. 4 показано распределение процента женщин-директоров в соответствии с числом занимаемых директорских позиций в других компаниях. Кроме того, мы проследили, как каждый год менялся процент женщин — членов СД, являвшихся членами СД хотя бы одной другой компании (табл. 5).

При сопоставлении доли женщин в составе СД компаний выборки и женщин-

директоров (среди всех женщин — членов СД), занимающих позиции в советах других компаний, можно видеть, что динамика первого показателя не демонстрирует явной тенденции к росту (рис. 5), в то же время второй показатель явно растет. Можно констатировать, что на рассматриваемом промежутке времени СД, в которых были женщины-директора, характеризовались ростом социального капитала женщин — членов СД. К концу периода нашего исследования доля женщин-директоров, занимающих позиции в советах других компаний, увеличилась в полтора раза. Рост доли женщин с множественными директорскими позициями (среди всех женщин — членов СД) был зафиксирован и для французских компаний в период с 2001 по 2010 г. [Bennouri et al., 2018].

Важной составляющей исследования стало сравнение средней доли женщин — членов СД, имеющих множественные директорские позиции, среди женщин — исполнительных, неисполнительных и независимых членов СД. Выборочные средние этих показателей были равны 0,008, 0,019 и 0,013 соответственно, т. е. именно женщинам — неисполнительным директорам свойственно чаще быть членом СД сразу

Таблица 5  
Динамика множественности директорских позиций женщин — членов советов директоров

Год	Процент женщин, занимающих хотя бы одну директорскую позицию в СД другой компании
2002	37,5
2003	24,14
2004	33,33
2005	41,3
2006	44,68
2007	40,00
2008	47,92
2009	58,21
2010	52,24

нескольких компаний, чем исполнительным. Достоверность этого заключения подтверждает факт принятия статистической гипотезы о том, что математическое ожидание доли женщин — неисполнительных директоров, имеющих множественные директорские позиции, больше, чем исполнительных ( $t = -7,547$ ,  $p\text{-value} = 0,000$ ).

Исходя из этого, можно сделать вывод, что в среднем «занятые» женщины — члены СД преобладают среди неисполнительных директоров.

Рассмотрев особенности социального капитала женщин — членов СД в российских публичных компаниях, перейдем к ответу на исследовательский вопрос о наличии взаимосвязи между социальным капиталом женщин — членов СД, выраженным множественностью их директорских позиций, и рентабельностью активов компаний.

#### Регрессионный анализ

Анализ взаимосвязи между показателем финансовой результативности и социальным капиталом женщин — членов СД проводился на основе регрессионной модели вида (1):

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 FemaleBoard_{it} + \beta_2 Femalemultiple_{it} + \beta_3 Femalemultiplelast_{it} + \beta_4 Base_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

где  $i = 1, \dots, 553$ ;  $t = 2002, \dots, 2010$ .



Рис. 5. Динамика доли женщин — членов СД и доли среди них женщин — членов СД с множественными директорскими позициями

В уравнении (1) в качестве зависимой переменной, характеризующей финансовую результативность деятельности компании, была выбрана рентабельность активов компании  $ROA_{it}$ . Вектор  $FemaleBoard_{it}$  (размерности  $(k \times 1)$ ) включает в себя различные переменные, связанные с гендерным аспектом структуры СД, вектор  $Femalemultiple_{it}$  (размерности  $(n \times 1)$ ) содержит переменные, при помощи которых измерялся социальный капитал женщин — членов СД, переменная  $Femalemultiplelast_{it}$  характеризует множественность директорских позиций женщин-директоров за по-

следние пять лет (не считая текущий год). Составляющие вектора  $Base_{it}$  (размерности  $(m \times 1)$ ) служат элементами базовой модели;  $\varepsilon_{it}$  — случайная величина, для которой в каждый фиксированный момент времени выполняются предпосылки нормальной регрессионной модели. Все векторы и переменные имеют индекс  $it$ , показывающий, что данная информация измеряется для каждой компании  $i$  в момент времени  $t$ ;  $\beta_0, \beta_3$  — неизвестные параметры,  $\beta_1, \beta_2, \beta_4$  — векторы неизвестных параметров размерности  $(1 \times k), (1 \times n)$  и  $(1 \times m)$  соответственно.

Таблица 6

## Переменные исследования

Переменная	Описание
<i>Зависимая переменная</i>	
$ROA_{it}$	Рентабельность активов — бухгалтерский показатель результативности компании. $ROA_{it} = \frac{OI_{it}}{TA_{it}},$ где $OI_{it}$ — операционная прибыль $i$ -й компании в момент времени $t$ ; $\overline{TA}_{it}$ — среднегодовая балансовая стоимость совокупных активов $i$ -й компании в год $t$
<i>Независимые переменные</i>	
Составляющие вектора $FemaleBoard_{it}$	
$female\_share$	Доля женщин в СД, вычисляется как отношение числа женщин-директоров к числу директоров в совете
$female\_state$	Доля женщин — представителей государства в СД, вычисляется как отношение числа женщин — представителей государства в СД к числу директоров в совете
$female\_nonexec$	Доля женщин — неисполнительных членов СД, вычисляется как отношение числа женщин — неисполнительных членов СД к числу директоров в совете
$female\_indep$	Доля женщин — независимых членов СД, вычисляется как отношение числа женщин — независимых членов СД к числу директоров в совете
$female\_exec$	Доля женщин — исполнительных членов СД, вычисляется как отношение числа женщин — исполнительных членов СД к числу директоров в совете
Переменная $Femalemultiplelast_{it}$	
$female\_multiple\_last$	Множественность директорских позиций женщин — членов СД за предыдущие пять лет (не включая текущий год $t$ ). Вычисляется как отношение суммарного числа позиций, которые женщины-директора занимали за последние пять лет в СД других компаний, к числу директоров в совете

Окончание табл. 6

Переменная	Описание
Составляющие вектора $Femalemultiple_{it}$	
$female\_multiple\_now$	Множественность директорских позиций женщин — членов СД <i>в текущем году</i> . Вычисляется как отношение суммарного числа позиций, которые они занимают в этом году в СД других компаний, к числу директоров в совете. Такой подход позволяет выделить роль социального капитала женщин-директоров в структуре СД
$female\_multiple\_exec\_now$	Множественность директорских позиций женщин — <i>исполнительных членов СД в текущем году</i> . Вычисляется как отношение суммарного числа позиций, которые женщины — <i>исполнительные члены</i> СД занимают в этом году в СД других компаний, к числу директоров в совете
$female\_multiple\_nonexec\_now$	Множественность директорских позиций женщин — <i>неисполнительных членов СД в текущем году</i> . Вычисляется как отношение суммарного числа позиций, которые женщины — <i>неисполнительные члены</i> СД занимают в этом году в СД других компаний, к числу директоров в совете
Составляющие вектора $Base_{it}$	
$Crisis$	Бинарная переменная, равная 1 для 2007 и 2008 гг. и равная 0 для остальных годов периода наблюдения
$Bdsize$	Размер совета директоров, значение переменной равно числу директоров в СД
$Firmage$	Возраст компании, измеряется как натуральный логарифм числа лет с момента основания
$Firmsize$	Размер компании, измеряется как натуральный логарифм выручки

В табл. 6 представлено описание переменных, использованных в эконометрическом исследовании.

После анализа первоначальной выборки компаний для проведения эконометрического исследования по анализу взаимосвязи капитала женщин — членов СД и финансовой результативности компаний из нее были удалены все банки. Как следствие, число членов СД сократилось до 5725, а число наблюдений до 553. Описательная статистика переменных векторов  $FemaleBoard_{it}$  и  $Femalemultiple_{it}$  представлена в предыдущем разделе. В табл. 7 приведена описательная статистика зависимой переменной и переменных, входящих в вектор  $Base_{it}$ .

В среднем в компаниях выборки совет директоров состоял из десяти человек. Средняя рентабельность активов компаний выборки в период исследования составила 12,5%. Следует отметить, что у ряда ком-

паний наблюдалась отрицательная рентабельность, в то время как у некоторых ее значение достигало 116%. Однако в выборке отсутствовали компании, демонстрировавшие устойчиво отрицательную рентабельность.

Перейдем к анализу результатов эконометрического моделирования. Панель, по которой оценивались параметры моделей, была несбалансированной. Для каждого года совокупность компаний формировалась экзогенно, на основе требований исследования, подготовленного Службой рейтингов корпоративного управления Standard & Poor's (см., напр.: [Бородина, Швырков, 2010; Бородина, Степанов, 2010; Кочетыгова и др., 2005; Марушкевич и др., 2009; Пастухова и др., 2007; Степанов и др., 2008; Степанов и др., 2010]). Оценивание параметров моделей сквозной регрессии проводилось в статистическом пакете Stata, с использованием

Таблица 7

## Описательная статистика переменных базовой модели

Переменная	Выборочное среднее	Выборочное ско	Наименьшее значение	Наибольшее значение
<i>Firmsize</i>	23,669	2,436	15,314	28,689
<i>Firmage</i>	2,675	1,192	0	5,525
<i>Bdsize</i>	10	2	5	17
<i>ROA</i>	0,125	0,134	-0,071	1,163

кластер-робастных стандартных ошибок. Были проведены все необходимые тесты, связанные как с проверкой на правильную спецификацию модели, так и на выполнение условий Гаусса — Маркова, включая тест на эндогенность. Полученные оценки параметров представлены в табл. 8.

Модели всех представленных в табл. 8 спецификаций (столбцы (1)–(9)) статистически значимы. В столбце 1 указаны оценки параметров базовой модели, выбор которой основан на работе [Eisenberg, Sundgren, Wells, 1998]. Все переменные базовой модели статистически значимы и знаки оценок параметров базовой модели совпали с предполагаемыми. При помощи переменной *Crisis* мы контролировали влияние кризиса на рентабельность активов компаний выборки. Как и ожидалось, в кризисные годы рентабельность активов оказалась ниже, по сравнению с остальными годами рассматриваемого периода. Переменная «доля женщин в СД» (*female\_share*, столбец (3)) оказалась статистически незначима, что объяснимо. Как следует из рис. 1, доля женщин в СД была очень небольшой на всем периоде наблюдения и отличалась низкой изменчивостью.

Тестирование переменных «доля женщин — исполнительных членов СД» и «доля женщин — независимых членов СД» во взаимосвязи с рентабельностью активов (столбцы (4) и (5)), показало следующее. Переменная «доля женщин — независимых директоров» (*female\_indep*) статистически

незначима, в то время как переменная «доля женщин — исполнительных директоров» (*female\_exec*) статистически значима и оценка параметра положительна. В модели (столбец (6)) оказалась незначимой переменная «доля женщин — неисполнительных директоров» (*female\_nonexec*). Такой результат может быть объяснен тем, что исполнительные директора как инсайдеры отражают внутреннюю корпоративную структуру, лучше знают компанию и могут владеть необходимыми специфичными знаниями, в то время как неисполнительные директора чаще выступают в качестве контролирующего органа, защищая интересы акционеров и снижая агентские издержки [Farinha, 2003]. Кроме того, анализ динамики изменения доли женщин — исполнительных, неисполнительных и независимых членов СД также показал, что доля двух последних типов директоров очень низкая и практически не менялась. Незначимой оказалась и доля женщин-директоров — представителей государства (*female\_state*).

Обсудим результаты оценивания основных моделей нашего исследования (столбцы (7)–(9)) о взаимосвязи СК женщин — членов СД и финансовой результативности компаний (показатель *ROA*). Социальный капитал женщин-директоров моделировался через число занимаемых позиций в СД других компаний. Переменные *female\_multiple\_last* и *female\_multiple\_now* добавлялись в базовую модель в соответствии с динамическим подходом к понятию СК

## Оценки параметров

Переменная	Зависимая			
	1	2	3	4
<i>female_share</i>			0,0558	
<i>female_multiple_exec_now</i>				
<i>female_multiples_nonex_now</i>				
<i>female_state</i>				
<i>female_nonexec</i>				
<i>female_indep</i>				0,3941
<i>female_exec</i>				0,2585*
<i>female_multiple_last</i>				
<i>female_multiple_now</i>				
<i>Crisis</i>		-0,0344***	-0,0344***	-0,0341***
<i>Bdsize</i>	-0,0081***	-0,0088***	-0,0090***	-0,0082***
<i>Firmage</i>	0,0004***	0,0004***	0,0004***	0,0003***
<i>Firmsize</i>	0,0192***	0,0193***	0,0193***	0,0188***
Const	-0,2585***	-0,2434***	-0,2448***	-0,2422***
<i>F</i> -статистика	40,02***	31,06***	26,95***	21,56***
<i>R</i> <sup>2</sup> скорр.	0,14	0,15	0,15	0,16

Примечание: \*\*\*, \*\*, \* — значимость на 1%, 5% и 10%-м уровне соответственно.

совета директоров. Они измеряют существующую и потенциальную способность женщин — членов совета директоров стать источником будущих экономических выгод за счет ресурсов, генерируемых связями членов СД, приобретенными ими через членство в СД других компаний. Во всех моделях указанные переменные статистически значимы. Ожидаемыми получились и знаки. Переменная *female\_multiple\_last* служит прокси для «измерения» того ресурса, который был накоплен за все пять лет, предшествующих году *t*. К этому моменту этот ресурс уже начал работать и приобретенные на предшествующем периоде связи, опыт и знания делают компанию более результативной. Это согласуется со взглядом на множественность директорских позиций как ценный ресурс, благодаря которому директора приносят

в компанию связи, контакты, опыт, компетенции, приобретенные ими благодаря работе в СД других компаний (см., напр.: [Barroso-Castro, Villegas-Periñan, Casillas-Bueno, 2016; Certo, 2003; Khanna, Jones, Boivie, 2014; Masulis, Mobbs, 2014]). Кроме того, такие директора обладают большим опытом в осуществлении мониторинга, что также позитивно влияет на деятельность менеджмента и на результаты деятельности компании [Fama, Jensen, 1983; Loderer, Peyer, 2002].

Переменная *female\_multiple\_now* характеризует занятость женщин — членов СД в советах других компаний в текущем году, когда накопление ресурса еще не произошло. В этом случае, скорее всего, множественность директорских позиций может оказывать негативное влияние на деятельность СД. Такой результат вполне объяс-



Таблица 8

## регрессионных моделей

переменная ROA				
5	6	7	8	9
				–0,1451***
				–0,0528***
–0,1828				
	0,0066			
0,3829				
0,2633*				
			0,0619***	
		–0,0554***	–0,0638***	
–0,0351***	–0,0344***	–0,0366***	–0,0349***	–0,0367***
–0,0078***	–0,0088***	–0,0088***	–0,0087***	–0,0090***
0,0003***	0,0004***	0,0004***	0,0004***	0,0004***
0,0189***	0,0193***	0,0201***	0,0199***	0,0203***
–0,2446***	–0,2434***	–0,2540***	–0,2559***	–0,2579***
18,39***	25,49***	27,68***	29,21***	23,72***
0,16	0,15	0,17	0,18	0,17

ним с позиции «занятости» директоров — за столь короткий период еще не происходит эффекта создания ценности от работы такого директора как поставщика ресурсов, не добавляется ценность от его связей. Находит подтверждение гипотеза, согласно которой эффект от занятия директором нескольких позиций в советах директоров компаний может быть негативным с точки зрения влияния на финансовую результативность (см., напр.: [Benson et al., 2014; Ferris, Jagannathan, Pritchard, 2003; Fich, Shivdasani, 2006; Jiraporn et al., 2009; Jiraporn, Singh, Lee, 2009] и др.). Активность директора потенциально снижается не только в сфере выполнения стратегической и консультационной функций, затрудняются и возможности эффективно мониторинга (см., напр.: [Chen, 2009; Ferris, Jagannathan, Pritchard, 2003; Field,

Lowry, Mkrtchyan, 2013; Fich, Shivdasani, 2006; Jiraporn, Kim, Davidson, 2008; Méndez et al., 2015]). Аналогичные выводы об отрицательной взаимосвязи между множественностью директорских позиций женщин и рентабельностью активов представлены в исследованиях [Bennouri et al., 2018; Seierstad, Opsahl, 2011].

### Заключение

Вопрос о гендерном аспекте состава СД находится в фокусе целого ряда исследований, результаты которых неоднозначны. С нашей точки зрения, причиной расхождений в результатах, в частности когда речь идет о его взаимосвязи с финансовой результативностью, может быть то, что исследования больше концентрировались на количественной (доля женщин в составе

СД), а не на качественной составляющей вопроса (интеллектуальном капитале женщин — членов СД). По нашему мнению, интеллектуальный капитал членов СД, как человеческий, так и социальный, является одним из источников создания интеллектуального капитала компании, способствующим повышению эффективности деятельности компании. В данной работе сделан фокус на анализе социального капитала женщин — членов СД и проведено эмпирическое исследование о взаимосвязи социального капитала женщин-директоров (измеренного множественностью директорских позиций) и финансовой результативности компании (измеренной через показатель рентабельности активов).

В ходе исследования была изучена статистика по гендерному составу СД публичных российских компаний в период с 2002 по 2010 г., с акцентом на социальный капитал женщин — членов СД. Нами получен ряд интересных результатов о специфике этих факторов.

Социальный капитал женщин — членов СД характеризуется тем, что 45% женщин — членов совета директоров занимают директорскую позицию как минимум еще в одном совете, а 6,63% женщин — более чем в шести советах директоров. Для сравнения: результаты, полученные при анализе СД европейских компаний, свидетельствуют о том, что в европейских странах до 61% женщин занимают более чем одну позицию в составе советов [Bennouri et al., 2018].

В работе была проанализирована взаимосвязь между социальным капиталом женщин — членов СД и бухгалтерским показателем деятельности компаний — рентабельностью активов (*ROA*). Результаты регрессионного анализа показали, что доля женщин — независимых членов СД статистически незначима, в то время как доля женщин — исполнительных членов СД положительно взаимосвязана с рентабельностью активов российских компаний. Это

объяснимо: женщины — исполнительные директора лучше знают специфику работы в компании, ее особенности развития и возможности для повышения конкурентоспособности. Имеющиеся у них знания и опыт позволяют принимать эффективные управленческие решения, направленные на повышение результативности деятельности компании. Некоторые исследователи пришли к аналогичным результатам, объясняя это тем, что для компании более ценными являются экспертиза и опыт женщин — исполнительных директоров, вносящих вклад в реализацию консультационной функции СД, нежели независимость женщин-директоров [Vøhren, Staubo, 2016; Liu, Weu, Xiu, 2014].

Взаимосвязь социального капитала женщин — членов СД с рентабельностью активов анализировалась сквозь призму динамического подхода к интеллектуальному капиталу СД. Согласно этому подходу СД должен извлекать будущие экономические выгоды из неосязаемых активов, которыми обладают его члены, поэтому множественность директорских позиций рассматривалась в текущий год (в статике) и за предыдущие пять лет (в динамике). Это позволило проследить, как наличие множественных директорских позиций, занимаемых женщинами — членами СД длительное время, агрегирует и аккумулирует специфические профессиональные знания, навыки и опыт, повышающие ценность компании.

Регрессионный анализ показал, что социальный капитал женщин — членов СД, оцененный через множественность директорских позиций за последние пять лет, положительно взаимосвязан с результатами деятельности компании. Работа в советах директоров других компаний способствует получению уникальных знаний и опыта женщин-директоров, реализуя который они способствуют повышению финансовых показателей деятельности компании. Данный аспект согласуется с ресурсной концепцией

Пфедфера и Саланчика [Pfeffer, 1972; Pfeffer, Salancik, 1978], согласно которой ценность директоров связана с их возможностями привносить в компанию разнообразные ресурсы.

Результаты нашего исследования согласуются с полученными в работах [Ferris, Jagannathan, Pritchard, 2003; Fich, Shivdasani, 2006; Jiraporn, Singh, Lee, 2009; Jiraporn et al., 2009] и позволяют поддержать гипотезу «занятости» — в случае, когда финансовая результативность компании рассматривалась во взаимосвязи с множественностью директорских позиций в *текущий* момент времени, так как она оказалась обратной. Как справедливо указывается в [Bennouri et al., 2018], перегруженность директоров, связанная с множественностью директорских позиций, негативно влияет на выполнение ими функций мониторинга. Эту точку зрения разделяет и автор [Kress, 2017], утверждающий, что при загруженности работой в более чем одном СД директор сознательно или подсознательно будет уходить от должного исполнения своих обязанностей. Таким образом, если множественность директорских позиций является избыточной, то ввиду повышенной занятости директор не может сконцентрироваться на работе в совете данной компании и доста-

точно взвешенно подходить к принятию стратегически важных решений [Ferris, Jagannathan, Pritchard, 2003]. Это согласуется с результатами нашего анализа.

Вывод, который можно сделать исходя из проведенного исследования, заключается в том, что в СД российских компаний следует привлекать женщин, которые на протяжении ряда лет являлись членами СД других компаний, так как они приносят в компанию уникальные ресурсы, являющиеся фактором создания ценности компании. Приобретенные в результате многолетней директорской работы опыт и знания положительно сказываются на деятельности как совета директоров, так и компании в целом.

Направлением дальнейших исследований по данной проблематике может стать следующее. Необходим анализ взаимосвязи социального капитала женщин — членов СД не только с рентабельностью активов, но и с другими показателями результативности деятельности компании, как бухгалтерскими, так и рыночными. При этом в исследованиях должен быть сделан акцент на динамическом подходе к анализу интеллектуального капитала совета директоров, который способствует повышению эффективности деятельности компании и приумножению ее ценности.

## ЛИТЕРАТУРА НА РУССКОМ ЯЗЫКЕ

- Березинец И. В., Гаранина Т. А., Ильина Ю. Б. 2017. Интеллектуальный капитал совета директоров: динамический подход к определению и структуре. *Российский журнал менеджмента* 15 (3): 357–382.
- Березинец И. В., Ильина Ю. Б. 2016. Занятость советов директоров и финансовая результативность деятельности компаний. *Вестник Санкт-Петербургского университета. Серия Менеджмент* (1): 3–30.

- Бородина С., Степанов С. 2010. *Исследование информационной прозрачности российских компаний в 2010 г.* Совместное исследование Standard & Poor's и Центра экономических и финансовых исследований и разработок в Российской экономической школе (ЦЭФИР РЭШ). [Электронный ресурс]. <https://fs.moex.com/f0/1001/10-00-3.pdf> (дата обращения: 15.01.2018).
- Бородина С., Швырков О. (ред.). 2010. *Инвестиции в странах БРИК: Оценка ри-*

- ска и корпоративного управления в Бразилии, России, Индии и Китае. При участии Ж.-К. Буи. Пер. с англ. М.: Альпина Паблишерз.
- Гаранина Т. А., Муравьев А. А. 2018. Советы директоров российских публичных компаний: гендерный аспект. *Вопросы экономики* (2): 142–155.
- Кочетыгова Ю., Попивший Н., Швырков О., Тодрес В., Лядская К. 2005. *Исследование информационной прозрачности российских компаний электроэнергетического сектора*. Служба рейтингов корпоративного управления Standard & Poor's. [Электронный ресурс]. <https://www.oecd.org/daf/ca/35176056.pdf> (дата обращения: 15.01.2018).
- Марушкевич Е., Швырков О., Пастухова Е., Онищук А. 2009. *Исследование информационной прозрачности российских компаний электроэнергетического сектора*. Служба рейтингов корпоративного управления Standard & Poor's. [Электронный ресурс]. [http://www.bigpowernews.ru/photos/63/11663\\_cq85sku0tcccYmQ8VDYSTi6YvsXma40c.pdf](http://www.bigpowernews.ru/photos/63/11663_cq85sku0tcccYmQ8VDYSTi6YvsXma40c.pdf) (дата обращения: 15.01.2018).
- Пастухова Е., Швырков О., Бородина С., Морозов И., Савельева С., Пальцева Т., Рябченко В. 2007. *Исследование информационной прозрачности российских компаний в 2007 г.* Служба рейтингов корпоративного управления Standard & Poor's. [Электронный ресурс]. <http://rcb.ru/img/img/kg02008/sparticle01.pdf> (дата обращения: 15.01.2018).
- Степанов С., Лазарева О., Салицкий И., Миронец И., Сидоровский Е., Чернина Е., Пастухова Е., Швырков О. *Исследование информационной прозрачности российских компаний в 2008 г.* Совместное исследование Standard & Poor's и Центра экономических и финансовых исследований и разработок в Российской экономической школе (ЦЭФИР РЭШ). [Электронный ресурс]. <http://elitclub.ru/download/1059> (дата обращения: 15.01.2018).
- Степанов С., Пастухова Е., Габдрахманов С., Глебкин С., Духан М., Климовских И., Старостин В., Швырков О. *Исследование информационной прозрачности российских компаний в 2010 г.* Совместное исследование Standard & Poor's и Центра экономических и финансовых исследований и разработок в Российской экономической школе (ЦЭФИР РЭШ). [Электронный ресурс]. <https://www.nes.ru/dataupload/files/science/6484.pdf> (дата обращения: 15.01.2018).

## REFERENCES IN LATIN ALPHABET

- Adams R. B., Ferreira D. 2007. A theory of friendly boards. *Journal of Finance* 62 (1): 217–250.
- Adams R. B., Ferreira D. 2009. Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of Financial Economics* 94 (2): 291–309.
- Ahn S., Jiraporn P., Kim Y. S. 2010. Multiple directorships and acquirer returns. *Journal of Banking & Finance* 34 (9): 2011–2026.
- Barroso-Castro C., Villegas-Periñan M. del M., Casillas-Bueno J. C. 2016. How boards' internal and external social capital interact to affect firm performance. *Strategic Organization* 14 (1): 6–31.
- Bennouri M., Chtioui T., Nagati H., Nekhili M. 2018. Female board directorship and firm performance: What really matters? *Journal of Banking and Finance* 88: 267–291.
- Benson B. W., Davidson III W. N., Davidson T. R., Wang H. 2014. Do busy directors and CEOs shirk their responsibilities? Evidence from mergers and acquisitions. *Quarterly Review of Economics and Finance* 55: 1–19.
- Berezinets I., Garanina T., Plina Y. 2016. Intellectual capital of board of directors and its elements: Introduction to the concepts. *Journal of Intellectual Capital* 17 (4): 632–653.

- Berezinets I., Ilina Y., Cherkasskaya A. 2017. Board structure, board committees and corporate performance in Russia. *Managerial Finance* 43 (10): 1073–1092.
- Bøhren Ø., Staubo S. 2016. Mandatory gender balance and board independence. *European Financial Management* 22 (1): 3–30.
- Booth J. R., Deli D. N. 1996. Factors affecting the number of outside directorships held by CEOs. *Journal of Financial Economics* 40 (1): 81–104.
- Bouzinab K. 2017. *Board Attributes and Firm Strategic Decisions: The Impact of Board Composition, Directors' Expertise and Nominating Practices on Acquisition Success*. Conference paper. XXVIe Conférence Internationale de Management Stratégique (June 7–9, 2017).
- Brand Finance. 2017. *Global Intangible Finance Tracker 2017. An Annual Review of the World's Intangible Value*. [Electronic resource]. <http://brandfinance.com/knowledge-centre/reports/global-intangible-finance-tracker-gift-2017/> (accessed: 25.12.2017).
- Branson D. M. 2012. Initiatives to place women on the corporate board of directors — A global snapshot. *Journal of Corporation Law* 37: 793–834.
- Buchwald A., Hottenrott H. 2015. *Women on the Board and Executive Duration – Evidence for European Listed Firms*. ZEW — Centre for European Economic Research Discussion Paper No. 15–016. <https://ssrn.com/abstract=2580776>; <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2580776>
- Burgess Z., Tharenou P. 2002. Women board directors: Characteristics of the few. *Journal of Business Ethics* 37 (1): 39–49.
- Campbell K., Mínguez-Vera A. 2008. Gender diversity in the boardroom and firm financial performance. *Journal of Business Ethics* 83 (3): 435–451.
- Carpenter M. A., Westphal J. D. 2001. The strategic context of external network ties: Examining the impact of director appointments on board involvement in strategic decision making. *Academy of Management Journal* 44 (4): 639–660.
- Carter D. A., Simkins B. J., Simpson W. G. 2003. Corporate governance, board diversity and firm value. *The Financial Review* 38 (1): 33–53.
- Cashman G. D., Gillan S. L., Jun C. 2012. Going overboard? On busy directors and firm value. *Journal of Banking and Finance* 36 (12): 3248–3259.
- Certo S. T. 2003. Influencing initial public offering investors with prestige: Signaling with board structures. *Academy of Management Review* 28 (3): 432–446.
- Coles J. L., Daniel N. D., Naveen L. 2008. Boards: Does one size fit all? *Journal of Financial Economics* 87 (2): 329–356.
- Chen C.-W. 2009. Growth opportunities, agency conflicts, and the effectiveness of busy outside directors. *Journal of Financial Studies* 17 (4): 123–151.
- Chen L.-Y., Lai J.-H., Chen C. R. 2015. Multiple directorships and the performance of mergers & acquisitions. *The North American Journal of Economics and Finance* 33: 178–198.
- Core J., Holthausen R., Larcker D. 1999. Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics* 51 (3): 371–406.
- Corrado C., Haskel J., Jona-Lasinio C., Iommi M. 2018. Intangible investment in the EU and US before and since the Great Recession and its contribution to productivity growth. *Journal of Infrastructure, Policy and Development* 2 (1): 11–36.
- Dalton D. R., Daily C. M., Ellstrand A. E., Johnson J. L. 1998. Meta-analytic review of board composition, leadership structure, and financial performance. *Strategic Management Journal* 19 (3): 269–290.
- Dalton D. R., Daily C. M., Johnson J. L., Ellstrand A. E. 1999. Number of directors and financial performance: A meta-analysis. *Academy of Management Journal* 42 (6): 674–686.
- Dalziel T., Gentry R. J., Bowerman M. 2011. An integrated agency-resource dependence view of the influence of directors' human and relational capital on firms' R&D spending. *Journal of Management Studies* 48 (6): 1217–1242.
- Dang R., Bender A.-F., Scotto M. J. 2014. Women on French corporate board of direc-

- tors: How do they differ from their male counterparts? *Journal of Applied Business Research* **30** (2): 489–507.
- De Pril K., Roberts M. 2016. *Gender Diversity on European Boards. Realizing Europe's Potential: Progress and Challenges*. European Women on Boards study. [Electronic resource]. <http://european.ewob-network.eu/wp-content/uploads/2016/04/EWoB-quant-report-WEB-spreads.pdf> (accessed: 25.12.2017).
- Dunn P. 2012. Breaking the boardroom gender barrier: The human capital of female corporate directors. *Journal of Management and Governance* **16** (4): 557–570.
- Edvinsson L., Malone M.S. 1997. *Intellectual Capital: Realizing Your Company's True Value by Finding Its Hidden Brainpower*. HarperCollins Publishers: N.Y.
- Eisenberg T., Sundgren S., Wells M.T. 1998. *Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms*. Cornell Law Faculty Publications. Paper No. 393. <http://scholarship.law.cornell.edu/facpub/393>
- Falato A., Kadyrzhanova D., Lel U. 2014. Distracted directors: Does board busyness hurt shareholder value? *Journal of Financial Economics* **113** (3): 404–426.
- Fama E., Jensen M. 1983. Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, **26** (2): 301–325.
- Farinha J. 2003. *Corporate Governance: A Survey of the Literature*. Universidade do Porto Economia Discussion Paper No. 2003–06. <http://ssrn.com/abstract=470801>
- Farrell K.A., Hersch P.L. 2005. Additions to corporate boards: The effect of gender. *Journal of Corporate Finance* **11** (1–2): 85–106.
- Ferris S.P., Jagannathan M. 2001. The incidence and determinants of multiple corporate directorships. *Applied Economics Letters* **8** (1): 31–35.
- Ferris S.P., Jagannathan M., Pritchard A.C. 2003. Too busy to mind the business? Monitoring by directors with multiple board appointments. *The Journal of Finance* **58** (3): 1087–1111.
- Ferris S.P., Javakhadze D., Liu Y. 2016. *The Corporate Demand for External Connectivity: Pricing Boardroom Social Capital*. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2941943](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2941943)
- Fich E.M., Shivdasani A. 2006. Are busy boards effective monitors? *Journal of Finance*, **61** (2): 689–724.
- Field L., Lowry M., Mkrtychyan A. 2013. Are busy boards detrimental? *Journal of Financial Economics* **109** (1): 63–82.
- Grososon R., Gneezy U. 2009. Gender differences in preferences. *Journal of Economic Literature* **47** (2): 1–27.
- Grosvold J., Brammer S. 2011. National institutional systems as antecedents of female board representation: An empirical study. *Corporate Governance: An International Review* **19** (2): 116–135.
- Grosvold J., Rayton B., Brammer S. 2015. Women on corporate boards: A comparative institutional analysis. *Business & Society* **55** (8): 1157–1196.
- Gull A.A., Nekhili N., Nagati H., Chtioui T. 2018. Beyond gender diversity: How specific attributes of female directors affect earnings management. *The British Accounting Review* **50** (3): 255–274.
- Harris I.C., Shimizu K. 2004. Too busy to serve? An examination of the influence of overboarded directors. *Journal of Management studies* **41** (5): 775–798.
- Hillman A.J. 2005. Politicians on the board of directors: Do connections affect the bottom line? *Journal of Management* **31** (3): 464–481.
- Hillman A.J., Cannella A.A., Paetzold R.L. 2000. The resource dependence role of corporate directors: Adaptation of board composition in response to environmental change. *Journal of Management Studies* **37** (2): 235–256.
- Hillman A.J., Cannella A.A. Jr., Harris I.C. 2002. Women and racial minorities in the boardroom: How do directors differ? *Journal of Management* **28** (6) 747–763.
- Hillman A.J., Dalziel T. 2003. Boards of directors and firm performance: Integrating agency and resource dependence perspectives. *Academy of Management Review* **28** (3): 383–396.
- Hillman A.J., Shropshire C., Certo S.T., Dalton D.R., Dalton C.M. 2011. What I like

- about you: A multilevel study of shareholder discontent with director monitoring. *Organization Science* **22** (3): 675–687.
- Huse M., Solberg A.G. 2006. Gender-related boardroom dynamics: How Scandinavian women make and can make contributions on corporate boards. *Women in Management Review* **21** (2): 113–130.
- Jiraporn P., Davidson W.N., DaDalt P., Ning Y. 2009. Too busy to show up? An analysis of directors' absences. *Quarterly Review of Economics and Finance* **49** (3): 1159–1171.
- Jiraporn P., Kim Y.S., Davidson W.N. 2008. Multiple directorships and corporate diversification. *Journal of Empirical Finance* **15** (3): 418–435.
- Jiraporn P., Singh M., Lee C.I. 2009. Ineffective corporate governance: director busyness and board committee memberships. *Journal of Banking & Finance* **33** (5): 819–828.
- Johnson J.E.V., Powell P.L. 1994. Decision making, risk and gender: Are managers different? *British Journal of Management* **5** (2): 123–138.
- Johnson S.C., Schnatterly K., Hill A.D. 2013. Board composition beyond independence: social capital, human capital, and demographics. *Journal of Management* **39** (1): 232–262.
- Khanna P., Jones C.D., Boivie S. 2014. Director human capital, information processing demands and board effectiveness. *Journal of Management* **40** (2): 557–585.
- Kiel G., Nicholson G.J. 2006. Multiple directorships and corporate performance in Australian listed companies. *Corporate Governance: An International Review* **14** (6): 530–546.
- Kress J.C. 2017. *Board to Death: How Busy Directors Could Cause Next Financial Crisis*. Working paper № 1370. Ross School of Business.
- Lee K.-W., Lee C.-F. 2014. Are multiple directorships beneficial in East Asia? *Accounting & Finance* **54** (3): 999–1032.
- Lei A.C.H., Deng J. 2014. Do multiple directorships increase firm value? Evidence from independent directors in Hong Kong. *Journal of International Financial Management & Accounting* **25** (2): 121–181.
- Levi M., Li K., Zhang F. 2014. Director gender and mergers and acquisitions. *Journal of Corporate Finance* **28**: 185–200.
- Li X., Wang J., Dong D. 2013. Busy boards and corporate performance. *China Finance Review International* **3** (2): 203–219.
- Lipton M., Lorsch J.W. 1992. A modest proposal for improved corporate governance. *Business Lawyer* **48** (1): 59–77.
- Liu Y., Weu Z., Xiu F. 2014. Do women directors improve firm performance in China? *Journal of Corporate Finance* **28**: 169–184.
- Loderer C., Peyer U. 2002. Board overlap, seat accumulation and share prices. *European Financial Management* **8** (2): 165–192.
- Masulis R.W., Mobbs S. 2014. Independent director incentives: Where do talented directors spend their limited time and energy? *Journal of Financial Economics* **111** (2): 406–429.
- McDonald M.L., Westphal J.D. 2013. Access denied: Low mentoring of women and minority first-time directors and its negative effects on appointments to additional boards. *Academy of Management Journal* **56** (4): 1169–1198.
- McGregor J. 2000. The New Zealand experiment — Training to be on a board as a director. In: Burke R.J., Mattis M.C. (eds). *Women on Corporate Boards of Directors. International Challenges and Opportunities*; 129–144. Kluwer Academic Publishers: Netherlands.
- Méndez C.F., Pathan S., García R.A. 2015. Monitoring capabilities of busy and overlap directors: Evidence from Australia. *Pacific-Basin Finance Journal* **35** (Part A): 444–469.
- Meyer J.W. 2010. World society, institutional theory and the actor. *Annual Review of Sociology* **36**: 1–20.
- Mizruchi M., Stearns L. 1994. A longitudinal study of borrowing by large American 22 corporations. *Administrative Science Quarterly* **39** (1): 118–141.
- Nguyen T., Locke S., Reddy K. 2015. Does boardroom gender diversity matter? Evidence from a transitional economy. *International Review of Economics and Finance* **37**: 184–202.

- Nielsen S., Huse M. 2010. The contribution of women on boards of directors: Going beyond the surface. *Corporate Governance: An International Review* 18 (2): 136–148.
- OECD (Organisation for Economic Co-Operation and Development). 2008. *Intellectual Assets and Value Creation*. [Electronic resource]. <http://dx.doi.org/10.1787/9789264268821-en> (accessed: 25.12.2017).
- Omer T. C., Shelley M. K., Tice F. M. 2014. Do well-connected directors affect firm value? *Journal of Applied Finance* 24 (2): 17–32.
- Pfeffer J., Salancik G. R. 1978. *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Approach*. Harper & Row: N. Y.
- PWC. 2016. *Annual Corporate Directors Survey*. [Electronic resource]. [https://www.pwc.ru/ru/corporate-governance/assets/russian-boards-survey/russian\\_boards\\_survey\\_2016\\_russian\\_fin.pdf](https://www.pwc.ru/ru/corporate-governance/assets/russian-boards-survey/russian_boards_survey_2016_russian_fin.pdf) (accessed: 25.12.2017).
- Sarkar J., Sarkar S. 2009. Multiple board appointments and firm performance in emerging economies: Evidence from India. *Pacific-Basin Finance Journal* 17 (2): 271–293.
- Seierstad C., Opsahl T. 2011. For the few not the many? The effects of affirmative action on presence, prominence, and social capital of women directors in Norway. *Scandinavian Journal of Management* 27 (1): 44–54.
- Simpson G. W., Carter D., D'Souza F. P. 2010. What do we know about women on boards? *Journal of Applied Finance* 20 (2): 27–39.
- Singh V., Point S., Moulin Y., Davila A. 2015. Legitimacy profiles of women directors on top French company boards. *Journal of Management Development* 34 (7): 803–820.
- Singh V., Terjesen S., Vinnicombe S. 2008. Newly appointed directors in the boardroom: How do women and men differ? *European Management Journal* 26 (1): 48–58.
- Stone P., Lovejoy M. 2004. Fast-track women and the 'choice' to stay home. *The Annals of the American Academy of Political and Social Science* 596: 62–83.
- Stuart T. E., Yim S. 2010. Board interlocks and the propensity to be targeted in private equity transactions. *Journal of Financial Economics* 97 (1): 174–189.
- Terjesen S., Sealy R., Singh V. 2009. Women directors on corporate boards: a review and research agenda. *Corporate Governance: An International Review* 17 (3): 320–337.
- Tinkler J. E., Whittington K. B., Ku M. C., Davies A. R. 2015. Gender and venture capital decision-making: The effects of technical background and social capital on entrepreneurial evaluations. *Social Science Research* 51: 1–16.
- Wincent J., Anokhin S., Örtqvist D. 2010. Does network board capital matter? A study of innovative performance in strategic SME networks. *Journal of Business Research* 63 (3): 265–275.
- Yermack D. 1996. Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics* 40 (2): 185–211.

#### Translation of references in Russian into English

- Berezinets I. V., Garanina T. A., Ilina Yu. B. 2017. Dynamic approach to defining Intellectual capital of board of directors and its structure. *Russian Management Journal [Rossiiskii Zhurnal Menedzmenta]* 15 (3): 357–382. (In Russian)
- Berezinets I. V., Ilina Yu. B. 2016. Employment of boards of directors and financial performance of companies. *Vestnik of St. Petersburg University. Management [Vestnik Sankt-Peterburgskogo Universiteta. Seriya Menedzhment]* (1): 3–30. (In Russian)
- Borodina S., Stepanov S. 2010. *Transparency and Disclosure by Russian Companies in 2010*. Standard & Poor's and The Centre for Economic and Financial Research (CEFIR). [Electronic resource]. <https://fs.moex.com/f0/1001/10-00-3.pdf> (In Russian) (accessed: 15.01.2018).
- Borodina S., Shvyrkov O. 2010. *Investing in BRIC Countries: Evaluating Risk and Governance in Brazil, Russia, India, and China*. Russian translation. M.: Alpina Publishers. (In Russian)
- Garanina T. A., Muravyev A. A. 2018. Boards of directors in Russian publicly traded companies: The gender aspect. *The Economics Issues [Voprosy Ekonomiki]* (2): 142–155. (In Russian)



- Kochetigova Yu., Popivshhij N., Shvyrkov O., Todres V., Lyadskaya K. 2005. *Transparency and Disclosure by Russian Companies in Electricity Sector*. Standard & Poor's. [Electronic resource]. <https://www.oecd.org/daf/ca/35176056.pdf> (In Russian) (accessed: 15.01.2018).
- Marushkevich E., Shvyrkov O., Pastukhova E., Onishhuk A. 2009. *Transparency and Disclosure by Russian Companies in Electricity Sector*. Standard & Poor's. [Electronic resource]. [http://www.bigpowernews.ru/photos/63/11663\\_cq85sku0tcccYmQ8VDYSTi-6YvsXma40c.pdf](http://www.bigpowernews.ru/photos/63/11663_cq85sku0tcccYmQ8VDYSTi-6YvsXma40c.pdf) (In Russian) (accessed: 15.01.2018).
- Pastukhova E., Shvyrkov O., Borodina S., Morozov I., Savel'eva S., Paltseva T., Ryabchenko V. 2007. *Transparency and Disclosure by Russian Companies in 2007*. Standard & Poor's. [Electronic resource]. <http://reb.ru/img/img/kgo2008/sparticle01.pdf> (In Russian) (accessed: 15.01.2018).
- Stepanov S., Lazareva O., Salitskiy I., Mironets I., Sidorovskiy E., Chernina E., Pastukhova E., Shvyrkov O. *Transparency and Disclosure by Russian Companies in 2008*. Standard & Poor's and The Centre for Economic and Financial Research (CE-FIR). [Electronic resource]. <http://elitclub.ru/download/1059> (In Russian) (accessed: 15.01.2018).
- Stepanov S., Pastukhova E., Gabdrakhmanov S., Glebkin S., Dukhan M., Klimovskikh I., Starostin V., Shvyrkov O. 2010. *Transparency and Disclosure by Russian Companies in 2010*. Standard & Poor's and The Centre for Economic and Financial Research (CE-FIR). [Electronic resource]. <https://www.nes.ru/dataupload/files/science/6484.pdf> (In Russian) (accessed: 15.01.2018).

*Статья поступила в редакцию  
28 мая 2018 г.*

*Принята к публикации  
14 сентября 2018 г.*

---

### ***Social Capital of Women Directors and Financial Performance of a Company: Empirical Study***

***Irina V. Berezinets***

Associate Professor, St. Petersburg University, Russia  
7/9 University emb., St. Petersburg, 199034, Russian Federation  
E-mail: [berezinets@gsom.pu.ru](mailto:berezinets@gsom.pu.ru)

***Tatiana A. Garanina***

Associate Professor, St. Petersburg University, Russia  
7/9 University emb., St. Petersburg, 199034, Russian Federation  
E-mail: [garanina@gsom.pu.ru](mailto:garanina@gsom.pu.ru)

***Yulia B. Ilina***

Associate Professor, St. Petersburg University, Russia  
7/9 University emb., St. Petersburg, 199034, Russian Federation  
E-mail: [jilina@gsom.pu.ru](mailto:jilina@gsom.pu.ru)

In modern practice of corporate governance while discussing the structure of board of directors one of the most topical issues is devoted to gender diversity and appointing women on BD. The differences in the results about the relationship between a share of women in boards and finan-

cial performance indicators obtained by previous researchers can be explained not only by the quantity of women on BD, but rather by their quality. In particular, by intellectual capital that is generated by women members of BD. The aim of the paper is to define the role of social capital of women on BD in enhancing companies' financial performance indicators. We measure social capital of women on BD with the help of their multiple positions on other BD. Based on dynamic approach to social capital we conduct an empirical research on a sample of publicly listed Russian companies for a period from 2002 to 2010 and define the differences in human and social capital of women on board of directors. The obtained results help to come to the conclusion that multiple directorship positions held by women directors for a long period of time aggregate and accumulate specific professional knowledge, skills and experience that enhance value creation in a company. At the conclusions part of the paper we discuss our findings and outline main directions for further research.

*Keywords:* board of directors, women on board of directors, gender diversity of board of directors, human capital of women members of boards, social (relational) capital of women on boards, multiple directorship positions.

*JEL:* G34, M21, O34.

*For citation:* Berezinets I.V., Garanina T.A., Ilna Yu.B. 2018. Social capital of women directors and financial performance of a company: Empirical study. *Russian Management Journal* 16 (3): 337–370. <https://doi.org/10.21638/spbu18.2018.302> (In Russian)

<https://doi.org/10.21638/spbu18.2018.302>

*Initial Submission: May 28, 2018*  
*Final Version Accepted: September 14, 2018*