

ПРОБЛЕМЫ УПРАВЛЕНИЯ

Е. Ю. Макушина¹

НИУ «Высшая школа экономики» (Москва, Россия)

Н. А. Евсиков²

НИУ «Высшая школа экономики» (Москва, Россия)

УДК: 336.025

ВЛИЯНИЕ ГЕНДЕРНОГО СОСТАВА СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ НА РЕЗУЛЬТАТЫ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ КОМПАНИИ: ОПЫТ ГЕРМАНИИ, АВСТРИИ И ШВЕЙЦАРИИ

В статье изучаются изменения управляющих лиц в корпоративных структурах в динамике финансовых показателей немецких, австрийских и швейцарских компаний. Целью работы является выявление наличия взаимосвязи между финансовыми результатами деятельности компаний и гендерным составом советов директоров. Объектом исследования является отчетность европейских компаний, а предмет — состав совета директоров и финансовые результаты.

Используя выборку из 177 компаний за период 2014–2019 гг., был применен метод парной регрессии для выявления возможных статистически значимых зависимостей между финансовыми результатами и составом органов корпоративного управления. Результаты исследования не подтвердили негативное влияние квотирования количества числа женщин в составах советов директоров на финансовые результаты деятельности компаний. Была выявлена положительная зависимость между увеличением количества женщин в правлении и финансовыми результатами для отраслей недвижимости и промышленности; отрицательная зависимость финансовых результатов австрийских компаний от увеличения числа женщин в советах директоров, положительная — швейцарских компаний от увеличения доли женщин в составе правления; отсутствие влияния роста числа женщин в советах директоров на их долю в правлениях.

Ключевые слова: корпоративное управление, позитивная дискриминация, гендерные квоты, государственное регулирование, совет директоров, правление.

Цитировать статью: Макушина, Е. Ю., & Евсиков, Н. А. (2021). Влияние гендерного состава совета директоров на результаты деятельности компании: опыт Германии, Австрии

¹ Макушина Елена Юрьевна — старший преподаватель школы финансов факультета экономических наук, Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики»; e-mail: emakushina@hse.ru, ORCID: 0000-0002-8985-4058.

² Евсиков Никита Александрович — студент, Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики»; e-mail: naevsikov@edu.hse.ru, ORCID: 0000-0002-6312-4209.

E. Yu. Makushina

NRU Higher School of Economics (Moscow, Russia)

N. A. Evsikov

NRU Higher School of Economics (Moscow, Russia)

JEL: G4, G340, M140

THE IMPACT OF GENDER COMPOSITION OF THE BOARD OF DIRECTORS ON COMPANY'S PERFORMANCE: EVIDENCE FROM GERMANY, AUSTRIA AND SWITZERLAND

The article examines the changes in corporate governance bodies connected with financial performance dynamics in German, Austrian and Swiss companies. The main objective of the study is to trace the causal links between financial indicators and Board's gender composition. The paper uses the reports of European companies to determine the Board composition and financial outcomes.

Using a sample of 177 corporations and data on their Board and management composition along with financial performance indicators in 2014–2019, the authors apply regressions to determine statistically relevant relations between Board compositions and financial results. The findings show no negative effect of female representation in the Board on corporate financial performance. The study identifies a visible positive correlation between an increasing female representation in the Board and financial outcomes in real estate and manufacturing sector. Austria shows negative dependence of financial outcomes on increasing female representation in the Board, with a reverse situation in Switzerland. The results also show no correlation between the number of female directors and female managers.

Keywords: corporate governance, diversity, gender quotas, regulation, board of directors, management board.

To cite this document: Makushina, E.Yu., & Evsikov, N. A. (2021). The impact of gender composition of the Board of Directors on company's performance: evidence from Germany, Austria and Switzerland. *Moscow University Economic Bulletin*, 21(2), 140–158. <https://doi.org/10.38050/01300105202126>.

Введение

На сегодняшний день все чаще поднимаются вопросы обеспечения равных возможностей для всех членов общества вне зависимости от социального статуса, пола, национальной принадлежности. Мировое сообщество оказывает давление на общественно значимые политические институты и компании, что может приводить как к появлению законодательного ре-

шения, так и к добровольным инициативам со стороны бизнеса в отношении изменения положения дискриминируемых групп. Ярким примером служит лоббирование вопроса представительства женщин в органах корпоративного управления в странах Евросоюза.

Меры, направленные на выравнивание уровня заработной платы у мужчин и женщин, таргетируемая доля женщин в парламентах ряда европейских стран (Норвегии, Франции, Бельгии), внедрение «гендерной квоты» могут рассматриваться как позитивные тенденции. Однако вопрос о необходимости вмешательства государства в корпоративную политику компании, а более того, ее регулирования на законодательном уровне все еще остается дискуссионным, так как последствия могут отрицательно сказаться на результативности компании.

В Германии борьба с неравенством в доходах мужчин и женщин в рамках государственной политики привела к введению требования о наличии не менее 30% женщин в составе совета директоров для публичных компаний, численность сотрудников в которых превышает 2 тыс. человек. В то время как до недавнего времени члены в совет директоров избирались исключительно в соответствии с решениями акционеров на основании внутрикорпоративных правил, пример Германии показывает процесс превращения популярных в Евросоюзе лозунгов о равноправии в конкретные нормативно-правовые акты. Стремление к равенству представительства полов, которое казалось автоматически достижимым после формального уравнивания возможностей, выражается в инициативах по форсированному изменению гендерной структуры органов корпоративного управления.

Для определения эффективности от внедрения законодательных ограничений состава совета директоров в Германии представляется возможным проанализировать динамику релевантных показателей в соседних странах: Австрии и Швейцарии, где отсутствуют нормативные требования к составу органов корпоративного управления.

Мнение научного и профессионального сообщества относительно жесткого законодательного регулирования гендерного представительства в органах корпоративного управления не является однозначным, существуют как сторонники, так и противники введения квот, что обуславливает дискуссионность и актуальность исследования.

Целью работы является выявление наличия взаимосвязи между финансовыми результатами деятельности компаний и гендерным составом советов директоров. Для достижения цели в работе были поставлены и решены следующие задачи:

- изучить правовые особенности корпоративного управления в Австрии, Германии и Швейцарии;
- провести обзор литературы, в которой изучается влияние гендерных квот на экономическую деятельность и результативность компаний;

- выявить отличительные особенности в существующих подходах;
- предложить метод исследования степени воздействия доли женщин в корпоративных органах управления на финансовые результаты деятельности компаний;
- дать интерпретацию полученным результатам и сделать выводы на их основе.

Объектом исследования является финансовая отчетность компаний Австрии, Германии и Швейцарии, а предмет — состав совета директоров и финансовые результаты. Исследовательский вопрос — роль изменения управляющих лиц в корпоративных структурах в динамике финансовых показателей немецких, австрийских и швейцарских компаний.

Обзор литературы

Правовые особенности. В современном мире сложились две основные системы формирования руководящих органов корпораций. По числу руководящих органов их обычно подразделяют на монистическую и дуалистическую (Becht et al., 2002). Распространенная в англо-американской правовой системе монистическая модель предполагает наличие совета директоров с исполнительными и неисполнительными членами, избираемыми акционерами компании. В такой системе стратегические решения принимаются коллегиально советом директоров, а текущее управление компанией осуществляется топ-менеджментом, также представленным в совете. Дуалистическая модель, распространенная в континентальной Европе и ряде развивающихся стран, включая Россию, предполагает наличие двух органов корпоративного управления: совета директоров и правления. Правление состоит из менеджеров корпорации, которые назначаются советом директоров и отвечают за управленческие решения. Совет директоров собирается несколько раз в год и принимает стратегические решения о развитии бизнеса, его члены выбираются на общем собрании акционеров.

В Германии, Австрии и Швейцарии в области регулирования деятельности корпораций наблюдается большое количество общих особенностей. Австрия и Швейцария выбраны не случайно, эти страны по своей экономической структуре, менталитету и правовой среде в большой степени похожи на Германию.

В рассматриваемых странах существует континентальный подход к корпоративному управлению. Руководство акционерными обществами осуществляется двумя органами: наблюдательным советом (совет директоров) и правлением (менеджмент), члены данных органов различаются, совмещение членства в рамках одной компании недопустимо (в Швейцарии допустимо включение генерального директора компании в совет директоров, но практикуется подобное редко). Место в совете директо-

ров одной компании могут занимать члены советов других компаний, в то время как в правлении представлены только руководители операционных подразделений, занятые исключительно в данной компании. Минимальное количество членов совета директоров равно трем, а максимальное 21, подавляющее большинство компаний в Австрии и Германии предоставляют места представителям рабочей силы или профсоюзам с резервированием под них до 50% от общего числа мест. Не закрепленные за сотрудниками места распределяются голосованием на общем собрании акционеров, назначение директора производится обычно на трехлетний или пятилетний период с возможностью переизбрания и досрочного прекращения полномочий. Правление должно состоять как минимум из двух человек, но законодательных требований к данному органу по количеству участников нет.

В Германии существует Кодекс корпоративного управления (нем. Deutscher Corporate Governance Kodex), разрабатываемый правительственной комиссией в сотрудничестве с корпорациями, которые последние обязуются добровольно соблюдать, содержащий рекомендации по вопросам раскрытия информации и ведению бизнеса. С 2009 г. в Кодекс корпоративного управления был введен пункт о необходимости ежегодно уведомлять общественность о своих планах по присутствию дискриминируемых групп в числе своих сотрудников и руководителей, а также намерениям по включению женщин в совет директоров и правление.

Эта мера не привела к желаемому правительством увеличению доли женщин в советах директоров, поэтому в 2014 г. был принят Закон о равномерном представительстве женщин и мужчин на руководящих позициях в частном и публичном секторе (нем. Gesetz für die gleichberechtigte Teilhabe von Frauen und Männern an Führungspositionen in der Privatwirtschaft und im öffentlichen Dienst), обязавший крупные акционерные общества иметь не менее 30% женщин и мужчин в совете директоров с 1 января 2016 г. При выборах новых членов совета необходимо избирать женщину или оставлять место вакантным, пока доля женщин не достигнет 30% (достижением считается ситуация, когда следующая женщина приводит к квоте более 30%, т. е. одна женщина в совете из шести человек соответствует требованиям).

В Австрии требования к количеству женщин в советах директоров были введены в 2018 г.: вступил в силу закон (нем. Gleichstellungsgesetz von Frauen und Männern im Aufsichtsrat, GFMA-G), обязывающий государственные компании занимать вакантные места женщинами до достижения уровня в 30%, подобное требование также применяется к 22 акционерным обществам без государственного участия с 2019 г., однако в течение двух лет действует переходный период, когда квоту могут не соблюдать, но при условии официального решения собрания акционеров. Данная работа охватывает период до 2019 г. и не включает государственные компании

из Австрии, поэтому изменения в гендерной структуре советов директоров австрийских компаний можно считать добровольными и эндогенными.

В Швейцарии какие-либо квоты и обязательства принимаются реже, чем в соседних странах. Требования к составу совета директоров или к публичному раскрытию информации о причинах включения или не включения женщин в органы корпоративного управления отсутствуют. Ожидается, что в ближайшее время квоты или ограничения приняты не будут на фоне неприятия ограничительной политики доминирующими политическими силами.

Предыдущие исследования

Исследования взаимосвязи характеристик состава совета директоров давно заняли важное место на страницах научных изданий в области корпоративных финансов. С 80-х гг. прошлого века изучался вопрос роли женщин в составе совета директоров и правления, а также целесообразности увеличения их количества в абсолютном или относительном выражении; тестировались гипотезы о наличии взаимосвязи между социальной и инвестиционной политикой компаний и представительством женщин в советах; делались попытки выявления психологических детерминант, обуславливающих принятые корпоративным органом управления решения на фоне включения в состав голосующих новых лиц другого пола.

На сегодняшний день исследовательский фокус смещен в сторону оценки влияния государственного и общественного контроля в области корпоративного регулирования, например практики «позитивной дискриминации», сокращения неравенства в доходах различных социальных групп, на экономические результаты деятельности компаний.

По мнению Kirsch и Holst, в дуалистической системе корпоративного управления появление женщин в совете увеличивает дисциплинированность подотчетного менеджмента, так как ее с большей вероятностью не связывают ни с ним, ни с другими членами совета дружеские отношения и чувство групповой солидарности (Kirsch, Holst, 2006). Таким образом, присутствие женщин усиливает контроль внутри компании. С точки зрения ресурсной теории женщина может обладать знаниями и способностями, которых не было у мужчин, ранее занимавших ее место, что способствует увеличению суммарных познаний и вариативности в процессе принятия решений, стимулируя появление креативных идей (Jackson et al., 1995).

Ряд исследователей придерживаются иной позиции по данному вопросу. С их точки зрения, гетерогенные группы в большей степени склонны к конфликтам и испытывают сложности в процессе принятия решений (Van Knippenberg et al., 2004). Другие, в свою очередь, утверждают, что в гетерогенных советах директоров наблюдается снижение эф-

фективности в работе, вызванное недоверием и отсутствием общего прошлого (DiTomaso et al., 2007).

Некоторые исследователи, применяя метаанализ (агрегирование результатов большого количества работ, проведенных аналогичным методом), делали попытки установить взаимосвязь между наличием женщин в составах советов директоров и финансовыми показателями, изучая данную зависимость вне каузального контекста роста доли женщин в советах.

Американские ученые К. Пост и К. Байрон объединили данные 140 исследований, которые основывались на статистике различных временных интервалов, стран с неоднородной корпоративной политикой, с различными законодательными требованиями, религиозными и национальными убеждениями, чтобы выявить зависимость между гендерной структурой состава совета директоров и финансовыми показателями корпораций (Post, Byron, 2015). Исследователи пришли к выводу, что включение женщин в совет директоров имеет положительное влияние на рыночные показатели (прибыль, ROA, выручка) в странах с высокой степенью гендерного равенства (в первую очередь европейских) и отрицательное в странах с низкой (азиатских и южноамериканских). При этом в целом наблюдалась слабая положительная корреляция между присутствием женщин в составе совета директоров и показателями результативности деятельности компаний, такими как ROE и EBIT.

Не менее интересной работой является метаанализ группы европейских ученых, которые использовали альтернативный подход по систематизации данных для выборки в отличие от упомянутых выше авторов (Pletzer et al., 2016). Исследователи тщательнее подошли к вопросу систематизации данных для включения в выборку, оставляя только те их них, где присутствовала информация о точном количестве женщин в составе совета директоров. Результаты исследования показали, что ни в одном регионе, стране или отрасли не было выявлено статистически значимой положительной зависимости между долей женщин в советах и показателями ROE, EBIT, ROA.

В то время как на глобальном уровне об очевидной зависимости говорить сложно, то в работах, где изучались отдельные страны или отрасли, прослеживается определенная зависимость. Так, например, ученые из Университета Тюбингена изучали зависимость между долей женщин в совете директоров и финансовыми и рыночными показателями на данных немецких компаний за период 2000—2005 гг. (Joecks et al., 2013). Исследователи пришли к выводу, что существует отрицательная зависимость, если количество женщин в совете директоров меньше трех, и положительная зависимость, если количество женщин больше трех.

В опубликованном в прошлом году исследовании группы турецких экономистов содержатся результаты, согласно которым присутствие в составе

совета директоров более четверти женщин негативно влияет на финансовые показатели компании (Yildiz et al., 2019). На наш взгляд, к подобным выводам стоит относиться настороженно, принимая во внимание малое количество турецких компаний со столь высокой степенью участия женщин в управлении согласно статистике ОЭСР.

Некоторые работы были нацелены на выявление особенностей взаимодействия правления и совета директоров на фоне гендерных квот. Подчеркнем, что полученные выводы могут быть применены к сравнительно малому числу акционерных компаний, а именно: резидентам юрисдикций с двухступенчатой системой корпоративного управления.

Одним из наиболее ценных и релевантных в контексте проблематики данной статьи является исследование французских и ирландских ученых, в котором рассматривалось влияние применения гендерных квот на состав участников совета директоров и увеличения доли женщин в правлении компании (Benpour et al., 2020). В выборку вошла статистика по котируемым компаниям Италии и Франции, в качестве альтернативы проверялись компании Великобритании, где существует иная форма корпоративного управления и отсутствуют квоты. Результаты исследования не показали зависимости между введением квот для советов директоров и увеличением доли женщин в менеджменте.

В статье вывод европейских коллег будет протестирован на другой выборке стран, где также в случае Германии квоты были введены, а в случае ее южных соседей (Австрии и Швейцарии) отсутствуют. Декларируемой целью немецких властей было улучшение гендерного баланса всего топ-менеджмента за счет квот в советах директоров, поэтому исследование взаимосвязи квоты в двух органах корпоративного управления позволит дать ответ на вопрос об эффективности регуляторного решения в достижении цели.

Как было показано выше, увеличение доли женщин в советах директоров может быть обусловлено некоторыми факторами, которые могут оказать положительное или отрицательное влияние. Инициатива может исходить от акционеров компании или же быть вызвана требованиями регуляторных органов. В данной ситуации можно говорить о выборе между жесткими законодательными мерами и предпочтениями для соблюдающих определенные требования компаний (*дуализм hard и soft law*).

В контексте данной работы релевантными представляются исследования, в которых сделана попытка выявить разницу в эффекте от условно «добровольно-принудительной» феминизации советов директоров (в Австрии и Швейцарии) и жестких законодательных требований, которые присутствуют в Германии.

Одним из таких исследований стала аналитическая работа группы европейских ученых на основе данных о рыночных и финансовых показа-

телях скандинавских компаний (Yang et al., 2019). В Норвегии, которая первой в мире ввела квоты для советов директоров в 2004 г., наблюдалась статистически значимая отрицательная зависимость от включения женщин в поименованный выше орган корпоративного управления и финансовых результатов компаний. В то время как в соседних странах — Швеции, Дании и Финляндии, где подобные законодательные инициативы отсутствовали, — зависимости выявлено не было.

К аналогичным выводам пришли исследователи из Миланского университета (Comi et al., 2019). По результатам, полученным в исследовании, резкое увеличение количества женщин в советах директоров, вызванное применением квот в Италии и Франции, привело к финансовым потерям и ухудшению эффективности, в то время как плавный и добровольный рост их доли в Испании не оказывал подобного отрицательного влияния.

Группа норвежских и испанских ученых исследовала эффект от влияния «мягких» квот на количество женщин в органах корпоративного управления в Испании, где с 2007 г. действуют преференции при государственных закупках для компаний, с долей женщин в совете директоров более 30% (De Cabo et al., 2019). Исследователи пришли к выводу, что к 2014 году увеличение числа женщин в советах директоров в компаниях, которые были напрямую связаны с государственными закупками, не привело к отрицательным финансовым результатам; в компаниях, не выполнявших государственные заказы, не наблюдались никакие изменения.

Интересным представляется тот факт, что по результатам нескольких исследований были сделаны выводы, что не женщины на руководящих позициях приводят к ухудшению финансовых результатов компаний, а проблемы в деятельности компаний являются причиной назначения женщин. Ryan и Haslam, впервые описавшие этот феномен на основе данных компаний из Соединенного Королевства, назвали его по аналогии с существующим термином «стеклянный потолок» (англ. glass ceiling — невозможность для женщин занять руководящие позиции) — «стеклянный утес» (англ. glass cliff) (Ryan, Haslam, 2005). Выводы нескольких следующих работ подтвердили обоснованность полученных результатов, на основе анализа деятельности британских и американских компаний (Mulcahy, Linehan, 2013; Brady, 2011).

В отличие от предыдущих исследователей европейские экономисты получили иные результаты, проверяя состоятельность эффекта «стеклянный утес» (glass cliff), тестируя компании из Великобритании и Германии (Bechtoldt et al., 2018). Согласно полученным выводам, тенденции назначения женщин-управленцев после ухудшения финансовых результатов или финансовых проблем выявлено не было, что, с точки зрения ученых, ставит под сомнение жизнеспособность данного феномена.

Стоит отметить результаты, к которым пришли американские ученые, исследовавшие влияние целесообразности изменения гендерного состава в высшем органе управления американских компаний на финансовые результаты компании. Так, Adams и Ferreira пришли к выводу, что у компаний с гендерным разнообразием в высших эшелонах управления существует большая вероятность банкротства, враждебных поглощений и сокращения прибыли (Adams, Ferreira, 2007).

На наш взгляд, результаты, полученные при исследовании одноступенчатой системы корпоративного управления, которая существует в США, не представляется достаточно корректным применять в европейском ключе, так как котируемые многими государствами Евросоюза наблюдательные советы состоят из неисполнительных директоров в отличие от одноступенчатой системы.

Резюмируя результаты предшествующих работ, можно сделать несколько выводов: во-первых, отсутствует зависимость между финансовыми показателями деятельности компании и количеством женщин в органах корпоративного управления; во-вторых, в поименованных выше мета-анализах не тестировалось причина (добровольная инициатива или законодательные требования), по которой женщины были включены в органы корпоративного управления; в-третьих, в подавляющем большинстве исследований в выборку были включены компании из стран с монистической структурой корпоративного управления, что свидетельствует о целесообразности изучения вопроса о влиянии гендерного состава менеджеров на финансовые результаты компании в странах с дуалистической формой корпоративного управления.

Работа может рассматриваться как попытка заполнить существующий пробел ввиду того, что в исследовательском фокусе три страны с дуалистической формой корпоративного управления. Дополнительного внимания заслуживает выявление возможного эффекта от включения женщин в правление на фоне роста их количества в советах директоров и зависимость данного эффекта от причин их включения в последние.

В существующих исследованиях оценивают влияние увеличения числа женщин в корпоративной структуре, анализируя либо изменение рыночных показателей, либо фундаментальных. К первой группе показателей относят изменение котировок акций и коэффициент Тобина (Q-Tobin). Что касается не зависящих от торгов на биржах показателей, то популярными метриками являются ROA, ROE и EBIT наравне с чистой прибылью отчетного периода.

Ввиду того, что в выборке по трем странам преобладают компании производственного сектора, представляется целесообразным использовать два показателя: EBITDA (Earnings before Interest Tax Depreciation and Amortization) и чистую прибыль (Net Income) за отчетный период.

Стоит отметить, что подавляющее большинство корпораций в выборке называют в своей отчетности целевыми именно эти показатели. Фокус на отчетных величинах не случаен, они в меньшей степени подвержены влиянию настроений инвесторов, на которые могут негативно воздействовать любые ротации руководящих кадров и спекулятивные колебания на рынке.

Методология исследования

Данные. Австрию, Германию и Швейцарию объединяют низкий уровень коррупции, развитая промышленность, высокий уровень образования и практически синхронная динамика макроэкономических показателей; отличается большая доля крупных корпораций в промышленной, химико-фармацевтической и машиностроительных отраслях, сравнительно небольшое количество крупных IT-компаний (в топ-100 крупнейших IT-компаний по выручке за 2019 г. входит лишь три из рассматриваемых стран).

Выборка содержит 177 листинговых компаний нефинансового сектора из поименованных выше трех стран, организационно-правовая форма которых является акционерным обществом (нем. Aktiengesellschaft), европейским акционерным обществом (нем. SE/Societas Europea) и акционерным командитным товариществом (нем. Kommanditgesellschaft auf Aktien). Для каждой компании был определен сектор основного фокуса ее деятельности.

В базу данных, использованную для анализа, была включена следующая информация:

- количество членов совета директоров,
- количество членов правления,
- количество женщин в совете директоров,
- количество женщин в правлении,
- *EBITDA* и чистая прибыль в миллионах евро.

Собранные показатели охватывают следующий дискретный период: 2011 г. и с 2014 г. по 2019 г. включительно. Причина для выбора такого временного интервала обусловлена тем, что в Германии масштабная общественная дискуссия о необходимости введения квот и подготовки законопроекта парламентом началась в 2012 г., поэтому сравнительный анализ с показателями 2011 г. (год, когда на решения акционеров о назначении членов в органы корпоративного управления не влияла регуляторная среда) позволит оценить общий масштаб увеличения представительства женщин в органах корпоративного управления на фоне внедрения законодательных мер.

Для Германии выборка основывалась на выпущенном в 2012 г. Министерством по делам женщин списке компаний, к которым плани-

ровались применяться квоты. Четыре обанкротившиеся компании и две, которые произвели делистинг до 2015 г., были исключены из выборки.

В выборку были включены компании из Австрии и Швейцарии, по которым рассчитывались в 2012 г. основные для соответствующих стран биржевые индексы SMI (Swiss Market Index, 20 компаний, чья капитализация приблизительно равна 80% от всех корпораций Швейцарии) и ATX (Austrian Traded Index, 30 крупнейших австрийских корпораций), за исключением банков и страховых.

Количество женщин в менеджменте и совете директоров в Австрии и Швейцарии соответствует показателю в годовом отчете компаний по состоянию на 31 декабря. В случае, если в составе органа произошла замена мужчины на женщину, или наоборот, ключевую роль играл период вступления в должность. Например, если женщина занимала пост меньше полугода, заменив мужчину, то в базе данных ее назначение не влияло на квоту в том году, когда была произведена замена.

Гипотезы. В рамках исследования следует установить наличие и степень взаимосвязи между увеличением доли женщин в совете директоров и правлении компаний и их финансовыми результатами (EBITDA, Net Income); сравнить данную зависимость в трех рассматриваемых странах, которая в Германии обусловлена обязательными законодательными требованиями, а в Австрии и Швейцарии носит добровольный характер; выявить возможные различия по секторам. Интересным для исследования является вопрос о влиянии увеличения числа женщин-директоров на количество женщин-менеджеров и о том, различается ли сила данного влияния по секторам и странам.

Таким образом, представляется возможным сформулировать следующие гипотезы:

- *H1: увеличение доли женщин в совете директоров (правлении) приводит к улучшению финансовых показателей компании;*
- *H2: рост доли женщин в совете директоров приводит к росту их доли в правлении компаний;*
- *H3: введение женщин в состав совета директоров, обусловленное законодательными требованиями, а не добровольным решением акционеров, приводит к ухудшению финансовых результатов (EBITDA, Net Income);*
- *H4: эффект от введения женщин в состав совета директоров может носить страновой или отраслевой характер.*

Основным методом для получения ответов на вышеобозначенные вопросы является анализ взаимосвязи переменных, представленных в формате панельных данных с помощью регрессии. Учитывая тот факт, что зависимость исследуется попарно, регрессия также будет парной. Стандартной формой для проведенных регрессий было:

$\Delta(\%)$ фин. показателя в году $n = \text{Const} + \Delta(\%)$ доли женщин
в органе корпоративного управления в году $n - 1$,

где финансовыми показателями являются EBITDA и чистая прибыль, а органами корпоративного управления совет директоров и правление.

Для получения объективных результатов была проанализирована связь не между абсолютными показателями изменения прибыли и EBITDA, а между относительными, выраженными в процентах. Для измерения эффекта увеличения представительства женщин используется квота, т.е. их процент от общего числа членов соответствующего органа.

Результаты исследования. Целью государственной политики большинства европейских стран, регулирующих представительство женщин в корпоративных органах управления посредством введения квот, было увеличение их абсолютного и относительного количества.

Германия, где квоты действуют с 2016 г., продемонстрировала рост доли женщин в советах директоров компаний рассматриваемой выборки с 8 до 29%. За это же время в Австрии произошел рост с 9 до 21%, а в Швейцарии с 12 до 24%. На фоне динамики соседних стран можно заметить, что регуляторная деятельность немецких властей привела к более быстрому увеличению представительства женщин в советах директоров (рис. 1).

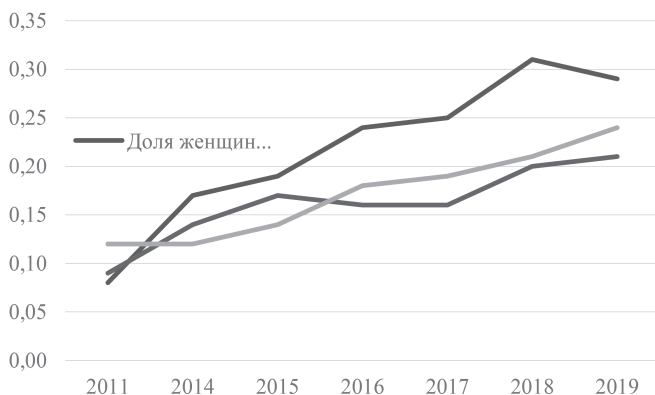


Рис. 1. Динамика доли женщин в советах директоров компаний выборки по странам
Источник: собранная авторами на основе годовых отчетов компаний база данных.

Правления компаний, включенные в выборку, также стали за рассматриваемый период в большей степени гендерно сбалансированными. Доля женщин в менеджменте во всех странах и отраслях была и остается заметно ниже, чем в советах директоров, и росла медленнее и равномернее, оставаясь в Швейцарии стабильно больше, чем в Австрии и в Германии (рис. 2).

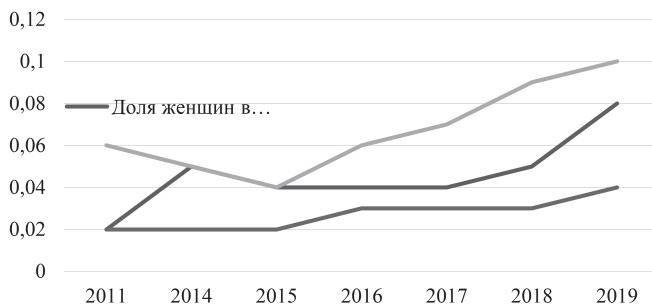


Рис. 2. Динамика доли женщин в правлениях компаний выборки по странам
 Источник: собранная авторами на основе годовых отчетов компаний база данных.

Финансовые показатели: чистая прибыль и EBITDA находились в отрицательной зоне примерно у 10–15% компаний и 5–7% соответственно. На рассматриваемый период не пришлось крупных экономических потрясений и кризисов, экономики стран росли умеренно темпом около 2% в год, а в основных секторах, где сконцентрированы содержащиеся в выборке компании, не наблюдалось существенных изменений. С целью нивелирования влияния крупных корпораций на общую картину при выявлении наличия зависимости использовались показатели изменения, т.е. производные финансовых величин, которые, в свою очередь, характеризуются большим диапазоном (при росте, например, с одного до нескольких миллионов), поэтому для получения адекватной картины из регрессии были удалены выбросы.

На уровне всей выборки гипотеза H1 не подтвердилась, нельзя говорить о статистически значимой зависимости между увеличением представительства женщин в корпоративных органах управления и изменениями финансовых показателей после их назначения.

Увеличение доли женщин в советах директоров не приводило к назначению в будущем большего числа женщин-менеджеров, то же самое можно сказать и об обратной тенденции, подобной зависимости не было обнаружено ни на уровне стран, ни на уровне секторов, следовательно, отвергается гипотеза H2.

При рассмотрении страновой специфики были получены следующие результаты: в Германии, где назначение женщин в советы директоров явилось следствием принятого закона о квоте, не было выявлено влияния на финансовые показатели результативности компании. В Австрии и Швейцарии некоторые из рассматриваемых пар показателей продемонстрировали относительно высокую степень корреляции и значимость коэффициентов регрессии. Таким образом, гипотеза H3 отвергается.

В Швейцарии доля женщин в менеджменте положительно влияла на чистую прибыль и на EBITDA компаний выборки, а в Австрии введение женщины в совет директоров негативно сказывалось на чистой прибыли компаний (в обоих случаях *p-value* не превышала 15%).

Исследование взаимосвязи показателей в секторах, в которых в рамках выборки насчитывалось более 15 компаний (промышленность, машиностроение, химическая и фармацевтическая индустрия, недвижимость), также показало ряд статистически значимых зависимостей. Для компаний сферы недвижимости увеличение доли женщин в менеджменте положительно сказывалось на чистой прибыли компаний (*p-value* была менее 10%), то же самое наблюдалось и в сфере промышленности, где женщины-менеджеры также приводили и к росту показателя EBITDA (*p-value* была менее 1%). В остальных секторах зависимость не наблюдалась.

Установленный в результате исследования факт наличия положительного влияния увеличения количества женщин в органах корпоративного управления на финансовые результаты в некоторых отраслях на фоне его отсутствия на макроуровне указывает на необходимость детального изучения эффекта и подтверждает гипотезу H4 об отраслевом характере исследуемой зависимости. Страновая специфика, подтвержденная статистически значимыми эффектами в Австрии и Швейцарии, также подтверждает выдвинутую гипотезу. Ниже таблица (табл. 1) с результатами эконометрического исследования релевантных показателей.

Таблица 1

Результаты эконометрического исследования релевантных показателей

<i>Зависимость</i>	<i>Коэффициент</i>	<i>p-value</i>
EBITDA от доли женщин в совете директоров	−0,002	0,7
EBITDA от доли женщин в правлении	0,003	
Чистая прибыль от доли женщин в совете директоров	−0,004	0,76
Чистая прибыль от доли женщин в правлении	0,005	
EBITDA от доли женщин в правлении в Швейцарии	0,016	0,013
Чистая прибыль от доли женщин в правлении в Швейцарии	0,014	0,053
Чистая прибыль от доли женщин в советах директоров в Австрии	−0,04	0,13
Чистая прибыль компаний сферы недвижимости от доли женщин в правлении	0,005	0,04
EBITDA компаний сферы промышленности от доли женщин в правлении	0,024	0,002
Чистая прибыль компаний сферы промышленности от доли женщин в правлении	0,017	0,05

Источник: результаты проведенного авторами эконометрического исследования.

Анализ полученных результатов

Выводы, полученные по Швейцарии и Австрии, существенно отличаются по сравнению с северным соседом — Германией. Данные по швейцарским компаниям продемонстрировали положительную зависимость между назначением женщин на руководящие посты в управлении компаний и финансовыми результатами. Возможным объяснением может служить больший размер корпораций относительно немецких и австрийских. Многие крупнейшие транснациональные корпорации в ряде отраслей являются швейцарскими и имеют достаточное количество ресурсов для привлечения лучших профессионалов на управленческие посты (менеджеров), предлагая не только преимущество в компенсации, но и другие бонусные и стимулирующие пакеты.

В Австрии в целом по стране наблюдается иная картина: увеличение представительства женщин в советах директоров привело к падению чистой прибыли. В Австрии в рассматриваемый период было несколько громких коррупционных скандалов в назначении бывших политиков на посты в советах директоров крупных компаний, что привело к судебным разбирательствам. Большинство рейтингов оценивают уровень коррупции в Австрии выше, чем в соседних странах, что могло повлиять на полученные результаты.

Текущее исследование во многом повторяло методологию вышеупомянутого исследования норвежских квот (Yang et al., 2019), однако не привело к аналогичным выводам. В отличие от Норвегии, в Германии не было выявлено негативного эффекта от внедрения квот в советах директоров. Результат оказался даже противоположным, страна с низкой долей женщин в совете директоров и отсутствием в рассматриваемый период законодательно определенных квот, Австрия, продемонстрировала схожую с наблюдавшейся в Норвегии картину, т.е. негативный эффект от увеличения количества женщин в составе совета директоров.

Была выявлена статистически значимая зависимость финансовых результатов от увеличения доли женщин в органах корпоративного управления в двух секторах, где доля женщин ниже средней: недвижимость и промышленность продемонстрировали рост прибыли при увеличении доли женщин-менеджеров. Большая часть компаний этих отраслей сконцентрирована в Германии и характеризуется небольшим количеством членов правления, обычно от 3 до 5 человек, поэтому назначение нового члена другого пола придавало в последующие годы заметную положительную динамику экономической деятельности компаний. Именно отличие в размере правления, которое связано с отсутствием разветвленной сети филиалов и подразделений, а потому и важность роли члена правления могли оказать влияние на наличие выраженной зависимости в секторе промышленности и недвижимости.

Таким образом, отсутствие зависимости между количеством женщин в органах корпоративного управления противоречит аргументам апологетов гендерных квот, говорящих о них как о методе достижения большего представительства женщин во всех областях хозяйственной деятельности. Результаты проведенного исследования показали, что рост числа женщин в советах директоров, на масштаб которого повлияла законодательная деятельность немецких властей, не привел к росту числа женщин-менеджеров.

Заключение

Проведенное исследование не выявило никакого побочного эффекта государственного регулирования количества женщин в совете директоров, введенного немецкими властями, не только в отношении его прямой цели — регулирования гендерного баланса и увеличения женщин в органах корпоративного управления, но и возможного влияния на финансовые результаты компаний.

Анализ гендерного состава совета директоров компаний Австрии и Швейцарии, где рост доли женщин в органах корпоративного управления происходил без государственного вмешательства, в отличие от Германии подтвердил полученные выводы.

Не менее важным результатом, полученным в работе, стало подтверждение того факта, что рост числа женщин в составе совета директоров не приводит к увеличению представительства женщин в правлении.

Помимо регулируемого в ряде стран состава совета директоров, в работе была исследована зависимость между увеличением количества женщин в правлении и финансовыми результатами. В одной из рассматриваемых стран, Швейцарии, рост числа женщин в правлении приводил к более высоким темпам роста финансовых показателей (EBITDA и чистой прибыли). В Австрии наблюдалась отрицательная зависимость между долей женщин в составе совета директоров и чистой прибылью корпораций, несмотря на их назначение в отсутствие государственного регулирования их количества. Назначенные по квотам женщины в Германии подобного эффекта на финансовые результаты компаний не оказали.

Расширив традиционный исследовательский фокус, который обычно сосредоточен на страновой проблематике, была проанализирована зависимость между количеством женщин в корпоративных органах управления и финансовыми результатами компании с учетом отраслевой принадлежности. В промышленности и недвижимости была выявлена статистически значимая положительная зависимость между долей женщин в правлении и финансовыми показателями. Представляется возможным сделать вывод о том, что женщины-менеджеры могут считаться эффективнее своих недавно назначенных коллег мужского пола, что отражается в росте чи-

стой прибыли и увеличении EBITDA компании в секторах недвижимости и промышленности.

В большей степени выводы могут оказаться полезными при принятии решений о введении квот в странах, где они на данный момент отсутствуют, в том числе и в России. Гендерные квоты, несмотря на высокий градус общественного накала в их обсуждении и аргументацию их сторонников и противников, влияют именно на состав совета директоров и не имеют по результатам нашего анализа статистически значимых последствий, по крайней мере для рассмотренных в данной работе финансовых результатов компаний. В связи с этим представляется необходимым оценить их роль для других аспектов деятельности корпораций.

Полученные в работе результаты расширили существующие исследования за счет анализа взаимосвязи между финансовыми результатами и количеством женщин не только в советах директоров, но и в правлении. Практика законодательного квотирования мест для женщин в правлении компании не получила широкого распространения, однако отсутствие негативных эффектов от их большего представительства, вероятно, не приведет к ухудшению положения в компании.

Дальнейшими направлениями исследования может быть выявление влияния гендерных квот не только на финансовые показатели, но и на разницу в зарплате между рядовыми сотрудниками разного пола, долю женщин среди менеджеров среднего звена, руководителей филиалов, и даже, например, гендерные стереотипы в маркетинговых материалах фирм. Подобный анализ мог бы дополнить имеющиеся результаты оценки введения квот для увеличения представительства женщин, сделав оценку этой законодательной меры в большей степени объективной.

Список литературы

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.

Bechtoldt, M. N., Bannier, C. E., & Rock, B. (2019). The glass cliff myth? — Evidence from Germany and the UK. *The Leadership Quarterly*, 30(3), 273–297.

Becht, M., Bolton, P., & Röell, A. (2003). Corporate governance and control. In *Handbook of the Economics of Finance* (Vol. 1, pp. 1–109). Elsevier.

Bennouri, M., De Amicis, C., & Falconieri, S. (2020). Welcome on board: A note on gender quotas regulation in Europe. *Economics Letters*, 190, 109055.

Brady, D., Isaacs, K., Reeves, M., Burroway, R., & Reynolds, M. (2011). Sector, size, stability, and scandal: Explaining the presence of female executives in Fortune 500 firms. *Gender in Management: An International Journal*.

De Cabo, R. M., Terjesen, S., Escot, L., & Gimeno, R. (2019). Do ‘soft law’ board gender quotas work? Evidence from a natural experiment. *European Management Journal*, 37(5), 611–624.

Comi, S., Grasseni, M., Origo, F., & Pagani, L. (2020). Where women make a difference: gender quotas and firms’ performance in three European countries. *ILR Review*, 73(3), 768–793.

DiTomaso, N., Post, C., & Parks-Yancy, R. (2007). Workforce diversity and inequality: Power, status, and numbers. *Annu. Rev. Sociol.*, 33, 473–501.

Holst, E., & Kirsch, A. (2014). Executive board and supervisory board members in Germany's large corporations remain predominantly male. *DIW Economic Bulletin*, 5(4), 35–47.

Jackson, S. E., May, K. E., Whitney, K., Guzzo, R. A., & Salas, E. (1995). Understanding the dynamics of diversity in decision-making teams. *Team effectiveness and decision making in organizations*, 204, 261.

Joecks, J., Pull, K., & Vetter, K. (2013). Gender diversity in the boardroom and firm performance: What exactly constitutes a “critical mass?”. *Journal of business ethics*, 118(1), 61–72.

Mitnick, B. M. (2006). Origin of the theory of Agency; an account by one of the originators. *Social Sciences Research Network; Working Paper Series*.

Müller, R., Lipp, L., & Plüss, A. (2007). Der Verwaltungsrat. *Schulthess*, 3.

Mulcahy, M., & Linehan, C. (2014). Females and precarious board positions: Further evidence of the glass cliff. *British Journal of Management*, 25(3), 425–438.

Pfeffer, J., & Salancik, G. R. (2003). *The external control of organizations: A resource dependence perspective*. Stanford University Press.

Pletzer, J. L., Nikolova, R., Kedzior, K. K., & Voelpel, S. C. (2015). Does gender matter? Female representation on corporate boards and firm financial performance—a meta-analysis. *PloS one*, 10(6), e0130005.

Post, C., & Byron, K. (2015). Women on boards and firm financial performance: A meta-analysis. *Academy of management Journal*, 58(5), 1546–1571.

Ryan, M. K., & Haslam, S. A. (2005). The glass cliff: Evidence that women are over-represented in precarious leadership positions. *British Journal of management*, 16(2), 81–90.

Tobin, J., & Brainard, W. C. (1976). *Asset markets and the cost of capital* (No. 427). Cowles Foundation for Research in Economics, Yale University.

Van Knippenberg, D., De Dreu, C. K., & Homan, A. C. (2004). Work group diversity and group performance: an integrative model and research agenda. *Journal of applied psychology*, 89(6), 1008.

Yang, P., Riepe, J., Moser, K., Pull, K., & Terjesen, S. (2019). Women directors, firm performance, and firm risk: A causal perspective. *The Leadership Quarterly*, 30(5), 101297.

Yildiz, S., Meydan, C., Taştan Boz, İ., & Sakal, Ö. (2019). Do the Quota Applications for Women on Boards Improve Financial Performance. *Sustainability*, 11(21), 5901.

World Bank. Doing Business 2020 Rating. <https://www.doingbusiness.org/en/reports/global-reports/doing-business-2020>

OECD. Women share among largest corporations' directors per country. <https://stats.oecd.org/index.aspx?queryid=54753>

FIDAR. Women Empowerment Report 2012–2019. <https://www.fidar.de/wob-indizes-studien.html>

SMI. SMI Factsheet, SIX Swiss Exchange, SMI Index description. http://www.six-swiss-exchange.com/downloads/indexinfo/online/share_indices/smi/smifamily_factsheet_en.pdf