DOI 10.15826/vestnik.2025.24.2.021 Original Paper

УДК 331.1

Иностранные директора в российских публичных компаниях: детерминанты присутствия и влияние на результативность

К. М. Камбаралиева ✉

Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», г. Санкт-Петербург, Россия

✉ *k.kambaralieva@hse.ru*

Аннотация. Несмотря на повышенное внимание в отечественной научной литературе к вопросам корпоративного управления, включая связанные с советами директоров, до сих пор сравнительно мало известно о назначениях и роли иностранных директоров в советах российских компаний. В частности, недостаточно изученными остаются факторы, определяющие присутствие иностранных директоров в советах, а имеющиеся оценки влияния директоров-иностранцев на результаты деятельности российских фирм остаются весьма неоднозначными. Цель данной работы — получение более полного представления о месте и роли иностранцев в советах директоров российских компаний. Основные гипотезы исследования состоят в том, что показатели, характеризующие структуру собственности и идентичность акционеров, являются значимыми детерминантами присутствия иностранных директоров в советах, а сами директора-иностранцы положительно влияют на экономическую результативность фирм. С помощью панельных данных по 292 российским публичным компаниям с 2011 по 2020 г. и методов дескриптивного, статистического и эконометрического анализа выявлено постепенное снижение доли иностранцев в советах директоров в указанный период. Также обнаружено значимое положительное влияние доли иностранных акционеров на долю директоров-иностранцев в советах, отрицательное влияние участия государства и нелинейное влияние доли крупнейшего акционера на вероятность привлечения иностранцев в советы директоров. Однако доказательство существования обратной U-образной зависимости требует учета идентичности акционеров, а именно доли иностранных собственников. Наконец, с помощью продвинутых методов эконометрического анализа, включая нацеленных на решение проблемы эндогенности, установлено положительное влияние иностранных директоров на рыночные показатели результативности фирм. Научная ценность исследования заключается в заполнении лакун в имеющемся знании о директорах-иностранцах с использованием детальных данных по всей генеральной совокупности нефинансовых компаний, торгуемых на Московской бирже. Практическая ценность обусловлена возможностью использования результатов исследования регулятором, крупными собственниками компаний и инвесторами фондового рынка, особенно в контексте ожидаемого ослабления или отмены санкций против России.

Ключевые слова: иностранные директора; результативность компаний; корпоративное управление; Россия.

1. Введение

Совет директоров является ключевым механизмом корпоративного управления, призванным обеспечить эффективное функционирование компаний в условиях несовпадения интересов их акционеров, менеджеров и иных контрагентов. В литературе выделяют две основные функции советов:

 © Kasiet M. Kambaralieva, 2025 ISSN 2712-7435

мониторинговую (monitoring) и консультационную (advisory) [1; 2], а эффективность советов в осуществлении этих функций связывают с их структурными характеристиками, такими как доля независимых директоров, гендерное разнообразие, наличие комитетов и др. Например, предполагается, что независимые директора и директора-женщины наилучшим образом справляются с функцией мониторинга менеджеров, но при этом могут быть менее эффективными в консультировании руководителей компании [3; 4].

Одной из важных структурных характеристик советов директоров является присутствие директоров-иностранцев. С одной стороны, такие директора могут делиться ценным международным опытом и знаниями, давать более независимую оценку деятельности компаний, выстраивать связи на международных рынках. С другой стороны, они могут быть недостаточно информированными о специфике ведения бизнеса в стране регистрации/деятельности компании, быть менее дисциплинированными и мотивированными в посещении заседаний советов директоров и, как следствие, менее эффективно выполнять свои функции [5].

Имеющиеся данные указывают на увеличение доли директоров-иностранцев в советах директоров компаний по всему миру, что связывают с глобализацией и ростом ценности международных контактов и опыта [6; 7]. Свою лепту в этот процесс внесло и подстегнутое пандемией COVID-19 быстрое распространение современных технологий и онлайн-сервисов для коммуникации по всему миру, что заметно снизило роль фактора — физической удаленности директоров от компаний.

Российские компании в последние годы демонстрируют совершенно иную тенденцию, во многом объясняемую режимом санкций со стороны стран Запада. Так, согласно исследованию, проведенному консалтинговой группой КФР совместно с Национальным объединением корпоративных секретарей и при поддержке Московской биржи, доля иностранных директоров в советах российских компаний в 2022 г. сократилась более чем в два раза (с 30 до 14 %) по сравнению с 2021 г., а в 2023 г. наблюдалось падение еще на 2 %[1]. Оценка последствий таких изменений, особенно в долгосрочной перспективе, затруднена и как минимум требует детального анализа места и роли иностранных директоров в российском контексте.

Имеющиеся исследования, посвященные директорам-иностранцам в российских компаниях, немногочисленны и противоречивы. Они зачастую базируются на нерепрезентативных выборках, не учитывают проблемы эндогенности, ставят узкие вопросы и приходят к диаметрально противоположным выводам. Например, Краснов и др. [8] выявили негативное влияние иностранных директоров на общую прибыльность российских банков, Макеева и др. [9] обнаружили отсутствие влияния национального разнообразия советов на рыночную стоимость компаний, а Popov [10] подтверждает

[1] URL: https://nokc.org.ru/wp-content/uploads/2024/01/kfr_indeks-sd_2023.pdf

положительное влияние национальной разнородности комитета по стратегии совета директоров на общий доход акционеров.

Цель данной работы — получение более полного представления о месте о роли иностранных директоров в советах российских компаний.

Задачи исследования:

1) оценить динамику присутствия иностранных директоров в советах российских компаний;
2) выявить детерминанты назначения директоров-иностранцев;
3) оценить влияние иностранных директоров на результативность компаний.

Структура статьи. Во втором разделе проведен обзор российской и зарубежной литературы об иностранных директорах и их влиянии на различные показатели фирм, а также сформулированы гипотезы исследования. В третьем разделе описаны используемые данные и методы. Эмпирические результаты представлены в четвертом разделе. Пятый раздел посвящен обсуждению результатов и ограничений исследования. В заключительном разделе суммированы основные результаты работы, указана ее научная и практическая значимость, а также сформулированы направления дальнейших исследований.

2. Обзор литературы и гипотезы исследования

Совет директоров является одним из важнейших механизмов корпоративного управления, а его разнородность позволяет более эффективно выполнять функции мониторинга и консультирования, что позволяет минимизировать агентские издержки, возникающие на основе конфликта интересов между менеджерами и акционерами [11], а также принимать важные стратегические решения, участвовать в разработке планов и формулировке задач [12]. Качественно выполняемые функции мониторинга и консультирования во многом определяют эффективность совета директоров [5] и зачастую зависят от его структурных характеристик, одной из которой является присутствие иностранных директоров.

Иностранные директора потенциально могут внести существенный вклад в развитие компании: сформировать внешние связи, обеспечить дополнительные источники важной для компании информации, а также способствовать получению международного опыта и выстраиванию внешней коммуникации. Они, как правило, способны предлагать уникальные методы для решения задач компании, что приводит к повышению креативности и качества принятых решений.

Действительно, целый ряд исследований подчеркивает потенциальные возможности, которые получает компания при найме иностранного директора. Harrison & Klein [13] считают, что этническая разнородность способна привносить новые идеи и подходы к решению задач фирмы. Carter et al. [14] подчеркивают возможности формирования внешних связей. Estélyi & Nisar [15]

показывают, что знания зарубежных рынков и режимов регулирования могут быть полезны для организации.

Иностранные директора могут приводить более независимую оценку деятельности компаний, а фирмы с директорами-иностранцами чаще меняют корпоративные стратегии, что подтверждается Samara & Yousef [16].

К тому же спрос на иностранных директоров возрастает среди компаний, осуществляющих торговые операции и сделки на зарубежных площадках. Это подтверждается в работах Masulis et al. [5] и Miller & Triana [17]: компании с более высокой долей иностранных директоров имеют больше возможностей для выхода на международные рынки.

Тем не менее стоит принимать во внимание и существующие культурные различия и физическую удаленность между членами советов директоров, так как это может создать дополнительные барьеры для их эффективного взаимодействия. Действительно, согласно Van Veen et al. [18] и Barrios et al. [19], фирмы из определенных стран склонны нанимать иностранных директоров из тех государств, с которыми имеются меньшие культурные, институциональные и географические различия.

Несмотря на все потенциальные возможности и преимущества, которые могут быть получены компаниями благодаря присутствию иностранных директоров, существует и ряд потенциальных рисков, связанных с ними. Например, иностранные директора могут быть менее мотивированными, а потому склонными пропускать заседания советов директоров, что может спровоцировать их дальнейшую недостаточную осведомленность о текущем состоянии компании, что подтверждается Masulis et al. [5] и Min and Chizema [20].

В частности, независимые иностранные директора в компаниях США почти в три раза более склонны пропускать заседания советов, чем их американские коллеги, а присутствие иностранных директоров в фирмах Великобритании связано с меньшей частотой проведения заседаний советов, что может привести к более низким доходам акционеров и увеличению агентских конфликтов [21]. К тому же, согласно Masulis et al. [5], искажение финансовой отчетности и назначение излишне высоких заработных плат генеральных директоров чаще наблюдается в случаях присутствия иностранных директоров в комитетах по аудиту и вознаграждению.

Учитывая ряд потенциальных возможностей, которые иностранные директора привносят в советы компаний, их вероятное положительное влияние на результативность фирм вполне ожидаемо. Тем не менее литература дает крайне неоднозначные результаты. Например, Masulis et al. [5] обнаружили меньший коэффициент рентабельности активов в фирмах с независимыми иностранными директорами. Негативный эффект также подтверждается Garcia-Meca et al. [22]: национальная разнородность советов снижает результативность компаний банковского сектора.

В то же время Carter et al. [14] не находят статистически значимого влияния, а Dodd & Zheng [23], напротив, выявили положительный эффект

иностранных директоров на показатели Q Тобина и рентабельности активов. Национальная разнородность советов также связана с более высокими показателями результативности в исследовании Estélyi & Nisar [15].

Исследования места и роли иностранных директоров в российских компаниях до сих пор немногочисленны. Например, Ивашковская и др. [24] выявили, что более высокая представленность иностранцев в советах директоров российских компаний связана с более высокой оценкой ESG-трансформации. Вереникин и др. [25] обнаружили нелинейную связь между наличием независимых иностранных директоров и показателями устойчивого развития компаний.

Несколько исследований, оценивших влияние директоров-иностранцев на различные показатели результативности компаний, пришли к неоднозначным выводам. Так, Краснов и др. [8] выявили негативный эффект иностранных директоров на общую прибыльность российских банков, а Макеева и др. [9] обнаружили отсутствие влияния национального разнообразия советов на рыночную стоимость компаний. Muravyev [26] показывает, что доля иностранных директоров связана с лучшими рыночными показателями результативности. Popov [10] подтверждает положительное влияние национальной разнородности комитета по стратегии совета директоров на общий доход акционеров.

Поскольку советы директоров избираются на собрании акционеров кумулятивным голосованием, исследования их структурных характеристик, как правило, выделяют структуру собственности компаний (концентрация акций у крупнейшего акционера, наличие второго крупного акционера, идентичность крупных собственников и др.) в качестве их основного детерминанта. Например, концентрация собственности в виде крупных пакетов может усиливать стимулы акционеров принимать активное участие в управлении фирмой, решая «проблему безбилетника».

В частности, можно предположить, что более крупные собственники будут более ответственно подходить к отбору директоров, учитывая их потенциальные мониторинговую и консультационную функции. Поэтому можно ожидать большего представительства иностранных директоров в компаниях с более концентрированной структурой собственности. С другой стороны, мажоритарные собственники, и в особенности супермажоритарные, владеющие более 75 % акций, могут управлять компанией непосредственно, фактически минуя совет директоров, который становится не более, чем резиновой печатью. В такой ситуации спрос на директоров-иностранцев будет низким.

С учетом этих аргументов, можно ожидать нелинейной связи между концентрацией собственности, с одной стороны, и вероятностью назначения и долей иностранных директоров в совете — с другой. Таким образом, выдвигается первая гипотеза.

Гипотеза H1: Вероятность привлечения иностранных директоров и их доля в совете директоров увеличивается по мере роста доли крупнейшего

акционера и достигает максимума в некоторой точке перегиба, после чего уменьшается.

При тестировании данной гипотезы стоит учесть, что иностранные директора в компаниях с существенным иностранным участием могут быть важнейшим механизмом осуществления контроля, поэтому аргументы о концентрации собственности для таких компаний могут быть малоприменимы. Действительно, согласно Ружанской [27], внешние собственники могут быть мотивированы на использование инструментов корпоративного управления с целью реализации своего контроля над компанией и защиты прав собственности. Поэтому другим потенциальным детерминантом присутствия иностранцев в совете директоров является доля иностранных собственников компании.

Можно ожидать, что высокая доля иностранных акционеров в компании увеличивает спрос на директоров-иностранцев в советах. Таким образом, выдвигается следующая гипотеза.

Гипотеза H2: Вероятность присутствия и доля иностранцев в совете директоров увеличивается по мере роста доли иностранных акционеров в компании.

Наличие иностранцев в совете директоров может также определяться другим показателем идентичности акционеров, а именно долей государственной собственности в компании. Государственное участие в фирмах может подразумевать его некоторый стратегический интерес в установлении контроля и принятии ключевых управленческих решений. В то же время иностранные директора могут быть менее подверженными влиянию государства, а потому их присутствие в совете директоров таких компаний может быть менее привлекательно.

Назарова и Емельянова [28] подтверждают, что уменьшение доли представителей государства в советах директоров происходит с одновременным увеличением доли иностранных директоров в компании. Таким образом, третья гипотеза сформулирована следующим образом.

Гипотеза H3: Вероятность присутствия иностранных директоров и их доля в совете директоров уменьшается по мере роста доли государственного участия в компании.

Учитывая неоднозначность влияния иностранных директоров на различные показатели результативности компании в российской и зарубежной литературе, сложно предположить направление такого влияния. Однако стоит отметить, что иностранные директора часто связаны именно с долгосрочными положительными возможностями для компаний, учитывая их потенциальный вклад и будущие перспективы, привносимые в совет. Рассматривая различные показатели результативности, а именно бухгалтерские и рыночные, стоит отметить, что бухгалтерские отличаются заметной инерционностью и историзмом, в большей мере отражая результаты решений, принятых в прошлом, а потому вряд ли могут уловить долгосрочные эффекты.

Рыночные показатели, напротив, демонстрируют ожидаемую инвесторами результативность компании в будущем периоде. Следовательно, учитывая возможности, привносимые иностранными директорами в долгосрочной перспективе, выдвигается следующая гипотеза.

Гипотеза H4: Доля иностранных директоров в советах положительно влияет на показатели результативности компаний.

3. Данные и методы

В настоящей работе были использованы данные, характеризующие все российские публичные нефинансовые компании, акции которых входили в листинг Московской биржи[1] и имевшие рыночную капитализацию в период с 2011 по 2020 г. Банки, страховые компании и прочие фирмы финансового сектора были исключены из анализа ввиду их особого режима регулирования и специфической финансовой отчетности.

Объектом анализа является генеральная совокупность российский нефинансовых компаний, торгуемых на бирже. Подробная информация о компаниях, включая структурные характеристики советов директоров и показатели результативности, были собраны с помощью баз данных СКРИН и СПАРК[2]. Базы данных СКРИН и СПАРК являются одними из основных источников данных о российских компаниях и содержат информацию о советах директоров, распределению собственности среди крупнейших акционеров, а также отражают имеющиеся годовые и квартальные финансовые отчеты.

Все данные были тщательно обработаны и собраны в уникальный массив, характеризующий 292 компании. Важно отметить, что в советах директоров 110 анализируемых компаний хотя бы один раз присутствовал иностранный директор в течение рассматриваемого промежутка времени.

Информация, содержащаяся в отчетах компаний, дает возможность создать целый ряд переменных, характеризующих советы директоров, структуру собственности и другие аспекты деятельности компаний. В частности, иностранных директоров можно в первом приближении идентифицировать по отсутствию у них отчества, а директоров-женщин — по наличию специфического окончания отчества («-вна», «-чна»). Подобные машинные алгоритмы обработки данных дополнялись проверкой вручную, что обеспечивает высокое качество данных.

В целом сформированный массив данных содержит в себе подробную информацию о советах директоров, включая его размер, долю иностранцев, директоров-инсайдеров, директоров-женщин и др. В нем также имеется информация о доле крупнейшего акционера, доле иностранных акционеров, долях прямого и косвенного государственного участия.

[1] URL: https://www.moex.com/

[2] URL: https://kontragent.skrin.ru/ и http://spark.interfax.ru.

К тому же в массиве содержатся сведения о факте выпуска американских депозитарных расписок компанией, наличия двух типов акций, бухгалтерские и рыночные показатели результативности фирм (отношение рыночной стоимости акционерного капитала и его балансовой оценки и Q Тобина: market-to-book ratio и Tobin's q). Показатели результативности были очищены от выбросов с помощью процедуры винсоризации 2,5 % наблюдений в каждом хвосте соответствующего распределения.

В данной работе используются методы дескриптивного, статистического и эконометрического анализа. В частности, методы дескриптивного и статистического анализа позволяют исследовать динамику изменения количества иностранных директоров в российских фирмах, а также изучить различия в характеристиках компаний в зависимости от факта присутствия иностранного директора в советах директоров, а методы эконометрического анализа используются для изучения детерминант присутствия иностранных директоров в советах российских фирм, а также для оценки их влияния на результативность компаний.

Один из вариантов тестирования гипотез *H1*, *H2* и *H3* предполагает использование зависимой бинарной переменной для регрессионного анализа. Модели для бинарных переменных в панельных данных включают в себя логит- и пробит-модели с фиксированными и случайными эффектами.

Однако, учитывая ряд недостатков, таких как несостоятельность оценок пробит-модели с фиксированными эффектами [29], а также необходимость существенной внутригрупповой вариации данных для логит-модели со фиксированными эффектами [30], выбор был сделан в пользу использования модели пробит со случайными эффектами. В общем виде данную модель можно представить следующим образом:

$$Prob\left(Foreign_d_{it}=1\right)=\Phi\left(\alpha_i+\beta\cdot Ownership_var_{it}+X_{it}\varphi+\upsilon_t\right), \qquad (1)$$

где в качестве зависимой переменной выступает *Foreign_d*, которая принимает значение 1 в случае присутствия иностранного директора в совете директоров компании и 0 при его отсутствии, переменная *Ownership_var* обозначает переменную, характеризующую показатели собственности в зависимости от тестирования определенной гипотезы: долю крупнейшего собственника, долю иностранных акционеров в компании, а также долю государственного участия. X обозначает вектор контрольных переменных, α есть эффект ненаблюдаемых и неизменных во времени характеристик фирм, υ — общие для всех фирм эффекты времени (фиксированные эффекты периодов наблюдения). Литера Φ обозначает интегральную функцию распределения (*CDF*) стандартного нормального распределения.

Другим вариантом проверки гипотез *H1–H3* является использование доли иностранных директоров в качестве зависимой переменной. Поскольку значительное число анализируемых компаний не имеют иностранных директоров,

а потому переменная *Share_foreign* имеет много нулевых значений, используется модель Тобит с цензурированием слева (в нуле).

Ввиду сложности использования модели Тобит с фиксированными эффектами [29], для второго варианта проверки гипотез *H1–H3* используется модель Тобит со случайными эффектами. В общем виде ее можно представить следующим образом:

$$Share_foreign_{it}^{*} = \alpha_i + \beta \cdot Ownership_var_{it} + X_{it}\varphi + \upsilon_t + \varepsilon_{it}, \quad (2)$$

$$Share_foreign_{it} = \begin{cases} Share_foreign_{it}^{*}, if\ Share_foreign_{it}^{*} > 0 \\ 0, Share_foreign_{it}^{*} \le 0 \end{cases},$$

где зависимой переменной выступает доля иностранных директоров *Share_foreign*, представляющая цензурированную в нуле латентную непрерывно распределенную переменную $Share_foreign^{*}$.

Набор контрольных переменных для проверки гипотез *H1–H3* включает в себя показатели финансового рычага, размера фирмы, факт выпуска американских депозитарных расписок, размер советов директоров, а также отраслевые фиктивные переменные.

Проверка гипотезы *H4*, которая сосредотачивает внимание на оценке эффекта иностранных директоров на результативность компаний, осложняется проблемами эндогенности, которые характерны для большинства исследований в корпоративном управлении.

В частности, в данном исследовании источниками эндогенности могут быть пропущенные переменные, коррелированные с объясняющими переменными в модели, а также наличие вероятной одновременной причинно-следственной связи: наличие иностранных директоров в компании может определяться неслучайными факторами. Например, более результативные компании могут иметь больше возможностей для найма иностранных директоров. Оба источника эндогенности могут привести к несостоятельности оценок коэффициентов регрессии.

В то время, как эндогенность, возникшая из-за пропущенных переменных, может быть частично решена с помощью модели панельных данных с фиксированными эффектами благодаря тому, что модель позволяет учитывать устойчивые во времени ненаблюдаемые индивидуальные особенности компаний, эндогенность, возникшая из-за одновременной причинно-следственной связи, требует применения других методов, например инструментальных переменных, соответствующих критериям релевантности и экзогенности [31].

Но этот подход является проблематичным из-за трудностей в поиске подходящих инструментов для переменных, характеризующих структурные характеристики советов директоров [4].

В общем виде линейные модели для анализа панельных данных можно описать следующим образом:

$$Performance_{it} = \alpha_i + \beta \cdot Share_foreign_{it} + X_{it}\varphi + \upsilon_t + \varepsilon_{it}, \quad (3)$$

где в качестве зависимой переменной выступает *Performance* — показатель результативности фирмы, *Share_foreign* — доля иностранных директоров, а ε есть случайная ошибка.

Такие модели, как правило, оценивают с помощью методов фиксированных или случайных эффектов. Первая требует меньшего числа предпосылок по сравнению со второй, в частности допускает произвольную коррелированность эффектов α_i с регрессорами, но использует только внутригрупповую вариацию в данных, что не позволяет оценить коэффициенты при неизменных во времени переменных и затрудняет оценку коэффициентов переменных, слабо варьирующих во времени (например, переменные структуры собственности).

Вторая модель свободна от этого недостатка, но для ее состоятельности необходима некоррелированность α_i с регрессорами. В данном исследовании применены обе модели и проведены формальные тесты для оценки состоятельности коэффициентов модели со случайными эффектами.

Для всех моделей были использованы кластер-робастные стандартные ошибки, которые позволяют учитывать потенциальную гетероскедастичность и автокорреляцию ошибок во времени.

Для решения проблемы эндогенности в данной работе применен метод инструментальных переменных. В частности, на основе имеющихся данных были рассчитаны средние доли иностранных директоров в советах в каждой отрасли и в каждый год наблюдения, а также средние доли иностранных директоров в каждом регионе в каждый год наблюдения.

Подобный подход уже был ранее применен в некоторых исследованиях, посвященных изучению влияния гендерного разнообразия советов директоров на результативность фирм [31–33]. Таким образом, модель 3 была оценена с использованием упомянутых инструментальных переменных с помощью метода 2SLS с фиксированными эффектами. Для оценки модели были проведены тесты на релевантность, слабость инструментов, а также на их экзогенность, который доступен только в случае сверхидентификации модели.

Как подчеркнуто в работе Adams & Ferreira [4], выбор подходящих инструментальных переменных, характеризующих советы директоров, является нетривиальной задачей. В случае отсутствия надежных инструментальных переменных исследователи часто прибегают к дополнительным методам оценки, одним из которых является использование динамической панельной регрессии, которая позволяет учитывать как потенциальную устойчивость финансовой результативности компаний, так и потенциальную эндогенность объясняющих переменных [31]. В частности, данная модель позволяет решить проблему эндогенности путем использования лаговых значений переменных в качестве инструментов, что возможно благодаря панельной структуре данных.

В общем виде динамическую модель панельных данных можно описать следующим образом:

$$Performance_{it} = \alpha_i + \eta \cdot Performance_{it-1} + \\ +\beta \cdot Share_foreign_{it} + X_{it}\varphi + \upsilon_t + \varepsilon_{it}, \quad (4)$$

где *Performanceit-1* обозначает лаговую зависимую переменную результативности компаний. Таким образом, в сравнении с моделью 3, список объясняющих переменных дополнен первым лагом зависимой переменной.

Данная модель была оценена с помощью двухэтапного системного метода GMM [34; 35]. Согласно Blundell & Bond [34], такой подход позволяет сочетать уравнения разностей переменных (инструментированных их лаговыми уровнями) с уравнением переменных на уровнях (инструментированных лаговыми разностями). В качестве инструментов для переменной доли иностранных директоров использованы лаги второго и третьего порядка. Дополнительно проведены тесты для оценки модели: тест Хансена на экзогенность инструментов, а также тест Ареллано — Бонда для оценки корреляции ошибок второго порядка (которой не должно быть по предпосылкам модели).

Оригинальность методологии исследования связана с применением современных методов эконометрического анализа, включая не задействованные ранее для анализа российских данных по директорам-иностранцам. В частности, нам не известны исследования, направленные на определение детерминант присутствия иностранных директоров, характеризующих структуру собственности и идентичность акционеров в российском контексте.

Равным образом, отсутствуют исследования, опирающиеся на поэтапное использование целого ряда моделей для решения проблемы эндогенности (модель с фиксированными эффектами, модель с инструментальными переменными, динамическая модель панельных данных) в вопросах определения влияния иностранных директоров на результативность фирм.

4. Результаты

4.1. Дескриптивный анализ

Дескриптивная статистика переменных, используемых в данном исследовании, представлена в табл. 1. Из нее следует, что средняя доля иностранных директоров в компаниях составляет 7 %, при этом иностранные директора присутствовали в среднем в 27 % фирм в течение рассматриваемого промежутка времени. В среднем доля крупнейшего акционера составляет около 57 %, доля иностранных акционеров — 18 %, а государства и связанных с ним компаний — 22 %.

Динамика доли иностранных директоров представлена на рис. 1. На нем видно, что доля иностранцев в советах заметно снизилась в течение рассматриваемого периода, и это снижение было постепенным.

Таблица 1. **Дескриптивная статистика основных переменных**

Table 1. **Descriptive statistics of main variables**

Variable		Mean	p50	SD	Min	Max
Share_foreign	Доля иностранных директоров	0.07	0.00	0.15	0.00	0.82
Foreign_d	Дамми для иностранных директоров (0/1)	0.27	0.00	0.45	0.00	1.00
Total_direct	Суммарная доля государства (прямое участие)	3.71	0.00	14.28	0.00	92.31
Total_indirect	Суммарная доля государства (косвенное участие)	18.33	0.00	30.26	0.00	98.70
Gov_total	Суммарная доля участия государства	22.05	0.00	32.59	0.00	99.64
Foreign	Доля иностранных директоров	18.31	0.00	28.58	0.00	100.00
Owner_stake1	Доля крупнейшего акционера	56.99	54.42	24.06	0.00	100.00
MtB Tobin_Q	Отношение рыночной и балансовой стоимости акционерного капитала Q Тобина (отношение суммы рыночной стоимости капитала и балансовой стоимости долга к балансовой стоимости активов)	1.83 1.36	0.84 0.91	2.79 1.49	0.10 0.22	14.46 8.28
No_dir	Размер советов директоров (количество директоров в совете)	8.60	9.00	2.33	5.00	18.00
Size Leverage Adr	Размер фирмы (логарифм выручки) Финансовый рычаг Дамми для выпуска АДР (0/1)	23.45 0.61 0.20	23.87 0.58 0.00	3.36 0.34 0.40	0.00 0.01 0.00	29.79 1.79 1.00

Примечания: число наблюдений равно 2 015 для показателей доли иностранных директоров, количества директоров в советах компаний, выпуска АДР, 2 013 — по доле крупнейшего акционера и доле иностранных собственников, 2 005 — по показателям суммарной доли участия государства, 1 924 — для показателей результативности. Оставшиеся показатели мало отличаются по количеству наблюдений (около 2 000 наблюдений).

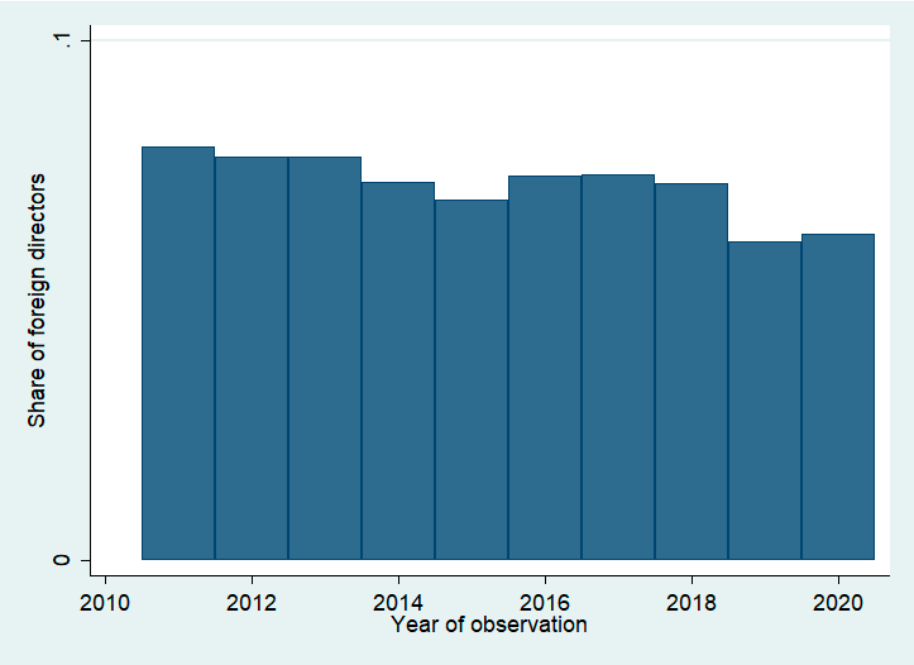

Рис. 1. Динамика доли иностранных директоров в советах компаний

Figure 1. Dynamics of the share of foreign directors on company boards

Рис. 2 позволяет получить первое представление о связи показателей результативности компаний с присутствием в их советах иностранных директоров. Нетрудно заметить, что в среднем компании с иностранными специалистами имеют более высокие показатели Q Тобина и отношения рыночной стоимости акционерного капитала и его балансовой оценки.

Более резкое снижение показателей результативности в 2014 г. характерно для компаний без иностранных директоров, что, по всей видимости, показывает их большую чувствительность к кризисным явлениям в экономике.

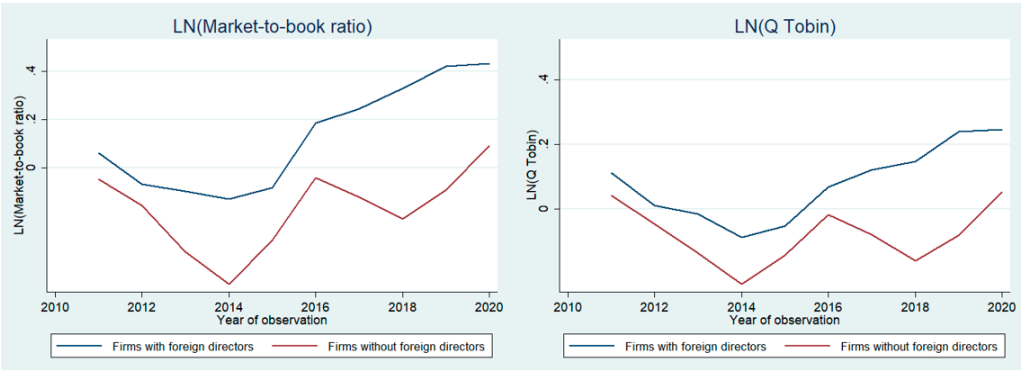

Рис. 2. Показатели результативности компаний
в зависимости от присутствия иностранного директора

Figure 2. Company performance indicators depending
on the presence of a foreign director

Тем не менее данные графики не объясняют причинно-следственную связь иностранцев и показателей результативности: иностранные директора могут чаще встречаться в более крупных и успешных фирмах.

В табл. 2 представлено распределение директоров-иностранцев по отраслям. Видно, что иностранцы в советах наиболее часто встречаются в компаниях оптовой и розничной торговли, а также науки и исследований. Также иностранные директора чаще присутствуют в компаниях, относящихся к сельскому хозяйству, добыче полезных ископаемых и логистики.

Иностранные директора наиболее типичны для компаний Москвы, на них приходится около половины наблюдений. Также иностранцы в советах директоров чаще встречаются в компаниях Санкт-Петербурга и Республики Татарстан.

В табл. 3 представлена дескриптивная статистика, представляющая различия в средних значениях показателей компаний в зависимости присутствия иностранцев в их советах директоров, а также значимость таких различий. Видно, что компании с иностранными директорами являются более крупными по размеру и отличаются более крупными советами директоров, разница в средних статистически значима на уровне 1 %. Они чаще торгуются на иностранных площадках (выпускают АДР), имеют большую долю иностранных акционеров и меньшую долю государственного участия.

Таблица 2. **Доли компаний в зависимости от присутствия иностранного директора в совете директоров по индустриям**

Table 2. **Share of companies depending on the presence of a foreign director on the board of directors by industries**

Industry	Foreign_d = 0	Foreign_d = 1
Agriculture	0.53	0.47
Mining & nat. res.	0.60	0.40
Machinery	0.74	0.26
Metallurgy	0.64	0.36
Power utilities	0.85	0.15
Wholesale&retail tr.	0.42	0.58
Transport	0.62	0.38
Telecommunications	0.69	0.31
Science&research	0.49	0.51
Other	0.83	0.17

Примечание: количество наблюдений равно 2 015.

Таблица 3. **Дескриптивная статистика в зависимости от присутствия иностранного директора в совете директоров компаний**

Table 3. **Descriptive statistics depending on the presence of a foreign director on the board of directors of companies**

Variable	Mean, Foreign_d = 0	Mean, Foreign_d = 1	Difference	P-value
Owner_stake1	58.38	52.28	–6.1***	0.000
Foreign	12.60	33.59	20.99***	0.000
Gov_total	23.75	17.50	–6.25***	0.000
MtB	1.74	2.05	0.31**	0.030
Tobin_Q	1.36	1.36	0.00	0.962
Leverage	0.61	0.60	–0.01	0.286
Adr	0.13	0.39	0.26***	0.000
Size	22.90	24.92	2.02***	0.000
No_dir	8.35	9.27	0.92***	0.000

Примечание: уровни значимости помечены звездочками: * — для 10 %, ** — для 5 % и *** — для 1 %.

4.2. Эконометрический анализ

Результаты проверки гипотезы *H1* представлены в табл. 4. Учитывая то, что аргументы о связи доли крупнейшего акционера и наличием иностранцев в совете директоров могут быть малоприменимы в компаниях с большой иностранной собственностью в силу того, что иностранные директора в таких компаниях могут быть важным механизмом контроля, проверка гипотезы *H1* была проведена как на широкой выборке со всеми анализируемыми компаниями, так и на узкой выборке, в которую входят компании с иностранной собственностью меньше 45 %.

Основанием для выбора данной границы служит то, что она является средним значением доли иностранного участия среди компаний, в которых присутствуют иностранные акционеры в собранном массиве данных. Таким образом, в столбцах 1 и 2 представлены результаты регрессий на широкой выборке, а в столбцах 3 и 4 — на узкой выборке данных.

В столбцах 1 и 3 представлены результаты модели пробит, где в качестве зависимой переменной представлена дамми-переменная, принимающая значение 1 в случае присутствия иностранного директора в совете компаний и 0 в противном случае, а в столбцах 2 и 4 представлены результаты Тобит-модели, где в качестве зависимой переменной представлена доля иностранных директоров.

По результатам регрессионного анализа на широкой выборке видно, что связь доли крупнейшего акционера с вероятностью привлечения иностранных директоров и их долей в совете директоров оказалась статистически незначимой. В частности, коэффициенты при доле крупнейшего акционера

Таблица 4. **Результаты регрессионного анализа**

Table 4. **Results of the regression analysis**

	1	2	3	4
	Probit	Tobit	Probit	Tobit
	Dependent variable			
	Foreign_d	Share_foreign	Foreign_d	Share_foreign
Owner_stake1	0.003	0.002	0.005**	0.001
	(0.002)	(0.003)	(0.003)	(0.004)
Owner_stake1_sq.	–0.000	–0.000	–0.00005**	–0.000
	(0.000)	(0.000)	(0.00002)	(0.000)
Ln_lever	–0.027	0.004	–0.029	–0.007
	(0.021)	(0.025)	(0.022)	(0.033)
Size	0.026**	0.034*	0.029**	0.038**
	(0.012)	(0.021)	(0.013)	(0.016)
Adr	0.081	0.069	0.055	0.057
	(0.673)	(0.057)	(0.053)	(0.058)
No_dir	0.019**	0.013	0.022**	0.029**
	(0.009)	(0.015)	(0.009)	(0.014)
Time dummies	YES	YES	YES	YES
Industry dummies	YES	YES	YES	YES
Test: Owner_stake1=0, Owner_stake1_sq=0				
p-Value	0.253	0.533	0.097	0.363
N	1994	1994	1575	1575

Примечания: в столбцах 1 и 3 представлены результаты модели пробит со случайными эффектами со значениями предельных эффектов, в скобках указаны кластер-робастные стандартные ошибки. В столбцах 2 и 4 — результаты модели Тобит с цензурированием слева (в нуле) с коэффициентами регрессии, в скобках указаны ошибки, рассчитанные методом бутстрапирования. Столбцы 3 и 4 отражают результаты регрессий на узкой выборке. Уровни значимости помечены звездочками: * — для 10 %, ** — для 5 % и *** — для 1 %.

и его квадрате незначимы как по отдельности, так и совместно. Однако обратная U-образная зависимость подтверждается на узкой выборке данных (столбец 3): коэффициенты оказались статистически значимы с точкой перегиба в значении 55 %, а проведенный тест также указывает на их совместную значимость на уровне 10 %[1].

[1] Дополнительно были построены модели на подвыборке данных с иностранным участием меньше 50 %, в которых нелинейная связь между долей крупнейшего акционера и вероятностью присутствия иностранных директоров также подтвердилась.

Таким образом, вероятность присутствия иностранцев в совете директоров увеличивается по мере роста доли крупнейшего акционера до тех пор, пока значение его доли не достигнет 55 %, после чего начинает снижаться. В случае с моделью Тобит коэффициенты при показателе доли крупнейшего акционера и его квадрате оказались статистически незначимы, что не подтверждает нелинейную связь между этим показателем и долей иностранных директоров. Таким образом, гипотеза *H1* подтверждена частично и требует учета идентичности акционеров.

Результаты оценки параметров моделей, предназначенных для тестирования гипотез *H2* и *H3*, приведены в табл. 5. По аналогии с табл. 4, в столбцах 1, 3 и 5 представлены результаты пробит-модели со случайными эффектами, а в столбцах 2, 4 и 6 — результаты модели Тобит с цензурированием слева. Видно, что коэффициент при доле иностранных акционеров оказался положителен и статистически значим в обеих моделях (столбцы 1 и 2).

Таким образом, можно сказать, что увеличение доли иностранной собственности в компании ведет к увеличению вероятности привлечения иностранцев в совет директоров, а также к увеличению доли иностранных директоров в таких компаниях. Это не дает оснований отвергнуть гипотезу *H2*.

Таблица 5. **Результаты регрессионного анализа**

Table 5. **Results of the regression analysis**

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Probit	Tobit	Probit	Tobit	Probit	Tobit
	Dependent variable					
	Foreign_d	Share_ foreign	Foreign_d	Share_ foreign	Foreign_d	Share_ foreign
Foreign	0.0014*	0.001**				
	(0.0007)	(0.001)				
Gov_total			–0.0009*	–0.002*		
			(0.0005)	(0.001)		
Total_direct					–0.0016	–0.002
					(0.0012)	(0.002)
Total_indirect					–0.0009*	–0.002**
					(0.0005)	(0.001)
Ln_lever	–0.031	–0.003	–0.029	0.001	–0.030	0.001
	(0.021)	(0.027)	(0.020)	(0.023)	(0.020)	(0.023)
Size	0.026**	0.032*	0.028**	0.037*	0.028**	0.037*
	(0.011)	(0.018)	(0.012)	(0.020)	(0.012)	(0.022)

Окончание табл. 5

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Probit	Tobit	Probit	Tobit	Probit	Tobit
Adr	0.091	0.077	0.074	0.048	0.076	0.048
	(0.057)	(0.071)	(0.065)	(0.060)	(0.065)	(0.068)
No_dir	0.020**	0.012	0.022**	0.014	0.023**	0.014
	(0.009)	(0.015)	(0.009)	(0.017)	(0.009)	(0.015)
Time dummies	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Industry dummies	YES	YES	YES	YES	YES	YES
N	1994	1994	1986	1986	1986	1986

Примечания: в столбцах 1, 3 и 5 представлены результаты модели пробит со случайными эффектами со значениями предельных эффектов, в скобках указаны кластер-робастные стандартные ошибки. В столбцах 2, 4 и 6 — результаты модели Тобит с цензурированием слева (в нуле) с коэффициентами регрессии, в скобках указаны ошибки, рассчитанные методом бутстрапирования. Уровни значимости помечены звездочками: * — для 10 %, ** — для 5 % и *** — для 1 %.

Табл. 5 отражает результаты регрессионного анализа для проверки гипотезы 3. В частности, в столбцах 3 и 4 представлены результаты для государственной собственности в целом (прямого и косвенного участия), а в столбцах 5 и 6 — отдельно для прямого и косвенного участия. По результатам оценки моделей пробит видно, что коэффициент при переменной, характеризующей долю государственной собственности в целом и коэффициент при переменной доли косвенного государственного участия, оказались отрицательны и статистически значимы на уровне 10 %. Это говорит об отрицательном влиянии государственной собственности на вероятность привлечения иностранцев в совет директоров.

Результаты модели Тобит дают похожие результаты: коэффициенты при переменных участия государства в целом и косвенного участия государства отрицательны и статистически значимы. Следовательно, увеличение государственной собственности ведет к уменьшению доли иностранных директоров в советах компаний.

Таким образом, результаты регрессионного анализа не дают оснований отвергнуть гипотезу *H3*. Стоит отметить, что отрицательный эффект государственного участия в компании с большой вероятностью может быть усилен в условиях санкционных шоков, появившихся после 2022 г.

Каково влияние иностранных директоров на результативность российских компаний? Для ответа на данный вопрос и проверки гипотезы *H4* в данной работе представлен ряд регрессионных моделей. В частности, в табл. 6 представлены результаты регрессий по методу фиксированных и случайных эффектов с зависимыми переменными, характеризующими рыночные показатели результативности.

Таблица 6. **Результаты моделей с фиксированными и случайными эффектами**

Table 6. **Results of the models with fixed and random effects**

	(1)	(2)	(3)	(4)
	FE	RE	FE	RE
	Dependent variable			
	Ln(MtB)	Ln(MtB)	Ln(Q Tobin)	Ln(Q Tobin)
Share_foreign	0.245	0.420	0.231	0.304
	(0.451)	(0.348)	(0.339)	(0.265)
Ln_lever	0.224**	0.287***	0.137*	0.188***
	(0.112)	(0.086)	(0.079)	(0.062)
Size	–0.008	–0.018	–0.001	–0.009
	(0.016)	(0.016)	(0.012)	(0.011)
Adr	0.318	0.134	0.148	0.061
	(0.290)	(0.165)	(0.165)	(0.105)
No_dir	0.064	0.015	0.035	0.008
	(0.050)	(0.036)	(0.031)	(0.023)
Time dummies	YES	YES	YES	YES
Industry dummies	Subsumed in firms fixed efffects	YES	Subsumed in firms fixed efffects	YES
Hausman test, p-Value	0.030		0.044	
N	1917	1917	1917	1917

Примечания: в столбцах 1 и 3 представлены результаты модели с фиксированными эффектами, в столбцах 2 и 4 — со случайными эффектами. Кластер-робастные стандартные ошибки указаны в скобках. Уровни значимости помечены звездочками: * — для 10 %, ** — для 5 % и *** — для 1 %.

Стоит отметить, что модель с фиксированными эффектами позволяет частично решить проблему эндогенности, возникшей из-за пропущенных переменных, благодаря учету ненаблюдаемых характеристик компаний, однако не позволяет бороться с эндогенностью, возникающей вследствие обратной причинно-следственной связи.

В столбце 1 представлена модель с зависимой переменной в виде логарифма отношения рыночной стоимости акционерного капитала и его бухгалтерской оценки. Видно, что коэффициент при переменной интереса оказался положительным, но статистически незначимым. Такой же эффект наблюдается и в столбце 3, где зависимая переменная представлена в виде логарифма Q Тобина.

Переходя к столбцам 2 и 4, в которых используется модель со случайными эффектами, коэффициенты при переменной интереса оказались также

положительны, но статистически незначимы. Этот результат можно объяснить проблемой эндогенности, источником которой является обратная причинно-следственная связь. Касательно фиктивных переменных для отраслей, коэффициенты в модели со случайными эффектами (не указаны в табл. 6) показывают, что компании из отрасли сельского хозяйства имеют в среднем меньшие рыночные показатели результативности, чем компании из отрасли машиностроения — базовой категории, в то время как фирмы из индустрии оптовой и розничной торговли, наоборот, имеют более высокие показатели Q Тобина и Market-to-book ratio. Согласно тесту Хаусмана, модель со случайными эффектами может иметь несостоятельные оценки, вследствие чего в дальнейшем использовались модели с фиксированными эффектами.

Для дальнейшего решения проблемы эндогенности в табл. 7 в столбцах 1 и 2 представлены результаты модели с инструментальными переменными, оцененные методом 2SLS с фиксированными эффектами.

Таблица 7. **Результаты модели с инструментальными переменными и динамической модели панельных данных**

Table 7. **Results of the model with instrumental variables and the dynamic panel data model**

	(1)	(2)	(3)	(4)
	IV	IV	DPD	DPD
	Ln(MtB)	Ln(Q Tobin)	Ln(MtB)	Ln(Q Tobin)
Lagged dependent var.			0.655***	0.759***
			(0.046)	(0.033)
Share_foreign	10.447*	3.930	0.658*	0.314*
	(5.651)	(2.681)	(0.386)	(0.182)
Ln_lever	0.178**	0.108**	0.194***	0.088***
	(0.081)	(0.052)	(0.037)	(0.020)
Size	–0.013	–0.002	–0.020*	–0.008
	(0.014)	(0.010)	(0.011)	(0.006)
Adr	0.168	0.117	0.060	0.028
	(0.457)	(0.211)	(0.068)	(0.031)
No_dir	0.059	0.035	-0.008	0.007
	(0.047)	(0.026)	(0.011)	(0.006)
Time dummies	YES	YES	YES	YES
Industry dummies	Subsumed in firms fixed efffects	Subsumed in firms fixed efffects	YES	YES

Окончание табл. 7

	(1)	(2)	(3)	(4)
	IV	IV	DPD	DPD
Underident. test, p-Value	0.013	0.013		
Weak ident. test, F-stat.	4.275	4.275		
Overid. restr., p-Value	0.452	0.433		
AB test for AR(2), p-Value			0.186	0.556
Hansen test, p-Value			0.206	0.451
N	917	1917	1627	1627

Примечания: в столбцах 1 и 2 представлены результаты, полученные с помощью модели 2SLS с фиксированными эффектами. Инструменты для доли иностранных директоров: среднее значение доли иностранных директоров по индустрии и региону. В столбцах 3 и 4 представлены результаты динамической модели панельных данных two-step system GMM, лаги 2 и 3 порядка использованы в качестве инструментов для переменной интереса. В скобках указаны робастные стандартные ошибки. Уровни значимости помечены звездочками: * — для 10 %, ** — для 5 % и *** — для 1 %.

В качестве инструментов для потенциально эндогенной переменной доли иностранных директоров были использованы средние доли иностранных директоров в отрасли и регионе. Во всех моделях в рамках регрессии первого шага коэффициенты при инструментальных переменных, характеризующих среднюю долю иностранных директоров по отраслям и регионам, оказались статистически значимыми на уровне 10 и 5 % соответственно.

Таким образом, в столбцах 1 и 2 представлены результаты оценивания модели, где зависимая переменная выражается показателями логарифма отношения рыночной стоимости капитала и его балансовой оценки, а также логарифмом Q Тобина. Стоит отметить, что значимость коэффициента при переменной интереса подтвердилась на уровне 10 % для модели с зависимой переменной, выраженной Ln(MtB), а сами значения коэффициентов заметно выросли. Модель 2SLS со случайными эффектами не показала статистически значимых коэффициентов при переменной доли иностранных директоров в обеих регрессиях с зависимыми переменными, выраженными логарифмом отношения рыночной стоимости капитала и его балансовой оценки, а также логарифмом Q Тобина (не показано в работе).

Рассматривая тесты на оценку валидности инструментов, видно, что модель проходит тесты на релевантность и экзогенность, но F-статистика оказалась <10, что говорит о слабости такого набора инструментов и невысокой достоверности результатов модели с инструментальными переменными.

В табл. 7 в столбцах 3 и 4 также представлены результаты динамической панельной регрессии. Данная модель была оценена с помощью двухэтапного системного GMM (two-way system GMM) и включает в список объясняющих переменных лаговую зависимую переменную. В качестве инструментов

были использованы лаги второго и третьего порядка для переменной интереса. В столбцах 1 и 2 видно, что коэффициенты при переменной доли иностранных директоров оказались положительны и статистически значимы на 10 %-м уровне в обеих моделях с зависимыми переменными Ln(MtB) и Ln(Q Tobin). Согласно значениям p-Value тестов, модель проходит тесты Ареллано — Бонда на отсутствие корреляции ошибок второго порядка и Хансена на экзогенность инструментов.

Таким образом, увеличение доли иностранных директоров связано с более высокими рыночными показателями результативности компаний, что не дает оснований отвергнуть гипотезу H4.

По результатам также видно, что финансовые показатели компаний демонстрируют значительную устойчивость, так как коэффициенты при лаговых зависимых переменных положительны и статистически значимы. При использовании в модели дополнительных контрольных переменных, характеризующих структуру собственности (доля крупнейшего акционера, государственное участие), а также при добавлении потенциально эндогенных контрольных переменных доли директоров-женщин, директоров-инсайдеров и использовании их лаговых значений в качестве инструментов, коэффициенты при переменной доли иностранных директоров остаются положительными и статистически значимыми (дополнительные результаты, не показанные в работе). Эти модели также подтверждают положительное влияние доли иностранных директоров на результативность компаний.

5. Обсуждение

В настоящей работе оценена динамика присутствия иностранных директоров в советах российских компаний, выявлены детерминанты их назначения и приведены доказательства их влияние на рыночную результативность фирм.

Наблюдается постепенное снижение доли иностранных директоров с 2011 по 2020 г., что чревато потенциальной потерей возможностей, которые иностранные директора привносили в российские советы, а также увеличением спроса на замещающих иностранцев директоров (например, независимых директоров). Показано, что компании с иностранными директорами в среднем имели более высокие показатели рыночной результативности, чем фирмы без таковых.

Выявлено, что компании с иностранцами в советах директоров превалируют в отраслях оптовой и розничной торговли, науки и исследований. К тому же показано, что фирмы с иностранцами в советах директоров, как правило, крупнее и избирают более крупные советы директоров. Такие фирмы отличаются в среднем большей долей иностранной собственности, меньшей долей государственного участия, они чаще выпускают АДР, чем компании без иностранных директоров.

В рамках данной работы были также выявлены детерминанты присутствия иностранных директоров в российских компаниях, характеризующие

структуру собственности и идентичность акционеров. Были сформулированы и протестированы три гипотезы.

В частности, гипотеза *H1*, которая сосредотачивает внимание на нелинейной связи между вероятностью привлечения иностранных директоров и их долей в совете, была подтверждена на узкой выборке данных, в которой доля иностранной собственности составляла менее 45 %, но была отвергнута на широкой выборке. Таким образом, существует некоторая точка перегиба в значении доли крупнейшего акционера (в данной работе — 55 %) при оценке вероятности присутствия иностранных директоров в советах российских компаний.

Это согласуется с предположениями данной работы: увеличение доли крупнейшего акционера может свидетельствовать о более ответственном отборе кандидатов на пост директора с учетом их потенциальной мониторинговой и консультационной роли, но при этом стоит учитывать возможности мажоритарных/супермажоритарных собственников, способных управлять компанией непосредственно, фактически минуя совет директоров, тем самым уменьшая спрос на директоров-иностранцев. Доказательство существования обратной U-образной зависимости требует учета идентичности акционеров, так как в компаниях с высокой долей иностранной собственности иностранные директора могут быть важным механизмом осуществления контроля.

Анализ показателей идентичности акционеров выявил существование положительной связи между долей иностранных акционеров и вероятностью привлечения иностранных директоров, а также долей последних в совете. Таким образом, нет оснований отвергнуть гипотезу *H2*. Результаты свидетельствуют о более высоком спросе на иностранных директоров в компаниях с высокой долей иностранных акционеров. Результаты согласуются с зарубежными исследованиями Schmid & Roedder [36] и Miletkov et al. [37].

Связь государственного участия в компании и вероятностью присутствия иностранных директоров и их долей в советах компаний также подтвердилась. Коэффициенты при переменных доли государственного участия в целом, а также коэффициенты при доле косвенного участия оказались статистически значимы. Это объясняется существованием стратегического интереса государства в установлении контроля и меньшим спросом на иностранных директоров в таких компаниях ввиду их меньшей предсказуемости и меньшей подверженности влиянию государства.

Таким образом, нет оснований отвергнуть гипотезу *H3*. Данные результаты согласуются с работой Tran [38]. Стоит отметить, что в условиях санкционных шоков можно ожидать усиления этого отрицательного эффекта государственного участия.

Наконец, выявлено положительное влияние доли иностранных директоров на рыночную результативность фирм, что не дает оснований отвергнуть гипотезу *H4*. Учитывая то, что рыночные показатели скорее характеризуют

ожидания инвесторов касательно результативности компаний в будущем, это может говорить о потенциальных долгосрочных перспективах, которые иностранные директора привносят в российские компании.

Следовательно, снижение доли иностранных директоров в советах российских компаний может оказать влияние на их будущую результативность. Результаты согласуются с зарубежными исследованиями, проведенными Dodd & Zheng [23], Estélyi & Nisar [15] и российскими работами, выполненными Muravyev [26] и Popov [10], но противоречат работе Макеевой и др. [9].

Стоит упомянуть ряд ограничений данного исследования.

Во-первых, объектом анализа данной работы являлись российский публичные компании, акции которых торговались на Московской бирже. Вполне возможно, что полученные в работе выводы нельзя распространить на намного более многочисленный сектор непубличных компаний. Оценка роли иностранных директоров в таких компаниях требует формирования другого массива данных и, возможно, применения других методов анализа.

Во-вторых, в исследовании используются данные только до 2020 г. Это связано с широко распространенной практикой нераскрытия российскими компаниями существенной информации о своей деятельности, в том числе о советах директоров, после вступления в силу в начале 2022 г. Постановления Правительства № 351[1]. Использование же данных по компаниям, которые публиковали информацию о структуре советов директоров, чревато рисками смещения выборки, что может спровоцировать несостоятельность оценок регрессий и недостоверность анализа в целом.

6. Заключение

Данное исследование нацелено на расширение представления о месте и роли иностранных директоров в советах российских компаний путем определения детерминант их присутствия и влияния на результативность фирм. В статье использовался уникальный и собранный частично вручную массив данных, характеризующий генеральную совокупность российских публичных нефинансовых компаний в период с 2011 по 2020 г. В работе использовались методы дескриптивного, статистического, эконометрического анализа с применением моделей пробит, Тобит, моделей с фиксированными и случайными эффектами, регрессии с использованием инструментальных переменных и динамической модели панельных данных.

Было выявлено, что компании с иностранными директорами чаще встречаются в сферах оптовой и розничной торговли, науки и исследований. Фирмы с иностранными директорами являются более крупными по размеру, имеют большую долю иностранных акционеров и меньшую долю участия государства, они чаще торгуются на иностранных площадках и в среднем

[1] URL: http://static.government.ru/media/files/29OO4RVSMqAjD4v2TWzmKvHsI7hQY43L.pdf

имеют более высокие показатели результативности. Наблюдается постепенное снижение доли иностранных директоров в советах российских компаний в течение рассматриваемого промежутка времени.

С помощью регрессионного анализа был выявлен ряд значимых связей между показателями собственности, идентичности акционеров и иностранными директорами в компаниях. В частности, была выявлена обратная U-образная зависимость между долей крупнейшего акционера фирмы и вероятностью привлечения иностранных директоров среди компаний с менее существенным иностранным участием. К тому же наблюдается отрицательное влияние государственного участия и положительное влияние доли иностранных акционеров компании на вероятность присутствия иностранных директоров и их долю в советах. Наконец, было выявлено значимое влияние доли иностранных директоров на рыночные показатели результативности компаний, а именно на отношение рыночной стоимости акционерного капитала и его балансовой оценки и Q Тобина.

Полученные в статье результаты могут быть ценными как с научной, так и с практической точки зрения. В частности, результаты, свидетельствующие о положительном влиянии иностранных директоров на рыночные показатели результативности, могут быть полезны для инвесторов при выборе инвестиционных стратегий, а результат о существовании значимых детерминант присутствия иностранных директоров, характеризующих структуру собственности и идентичность акционеров, может быть полезен участникам фондового рынка, крупным собственникам компаний, а также регулятору, так как может послужить основанием для обновления его политики относительно механизмов корпоративного управления. Это элементы практической значимости данного исследования.

Данная работа также вносит значительный вклад в современную литературу по изучению иностранных директоров в российских компаниях, позволяя заполнить лакуны в существующем знании, так как исследования по данной тематике в российском контексте довольно немногочисленны, а их результаты противоречивы. Выявление детерминант присутствия иностранных директоров и определение их влияния на рыночные показатели результативности фирм позволяет получить более полное представление о роли иностранцев в советах директоров российских компаний, что обуславливает научную значимость данного исследования.

Результаты работы позволяют выделить несколько направлений дальнейших исследований. В частности, не окончательно изучена роль второго крупнейшего акционера в привлечении иностранных директоров в советы российских компаний.

К тому же за рамками данной работы остался вопрос о связи между иностранными директорами и дивидендной политикой компаний, раскрытием информации и частотой сменяемости генеральных директоров. Например, решение о нераскрытии той или иной существенной информации может

быть связано с долей иностранных директоров в компаниях, так как подобные меры беспрецендентны для современных экономик.

Проведение исследований на российских данных с учетом показателей раскрытия информации может прояснить данный аспект и дать лучшее представление о месте и роли иностранцев в советах директоров российских фирм.

Список использованных источников

1. *Adams R. B., Hermalin B. E., Weisbach M. S.* The role of boards of directors in corporate governance: A conceptual framework and survey // Journal of Economic Literature. 2010. Vol. 48, No. 1. Pp. 58–107. https://doi.org/10.1257/jel.48.1.58

2. *Brickley J. A., Zimmerman J. L.* Corporate governance myths: comments on Armstrong, Guay, and Weber // Journal of Accounting and Economics. 2010. Vol. 50, Issues 2–3. Pp. 235–245. https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.10.002

3. *Adams R. B., Ferreira D.* A theory of friendly boards // The Journal of Finance. 2007. Vol. 62, Issue 1. Pp. 217–250. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2007.01206.x

4. *Adams, R.B., Ferreira D.* Women in the boardroom and their impact on governance and performance // Journal of Financial Economics. 2009. Vol. 94, Issue 2. Pp. 291–309. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.10.007

5. *Masulis, R.W., Wang C., Xie F.* Globalizing the boardroom — The effects of foreign directors on corporate governance and firm performance // Journal of Accounting and Economics. 2012. Vol. 53, Issue 3. Pp. 527–554. https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2011.12.003

6. *Staples C. L.* Board globalisation in the world's largest TNCs 1993–2005 // Corporate Governance: An International Review. 2007. Vol. 15, Issue 2. Pp. 311–321. https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2007.00573.x

7. *Van Veen K., Marsman I.* How international are executive boards of European MNCs? Nationality diversity in 15 European countries // European Management Journal. 2008. Vol. 26, Issue 3. Pp. 188–198. https://doi.org/10.1016/j.emj.2007.12.001

8. *Краснов А. Н., Балынин И. В., Шмелева Л. А.* Влияние структуры совета директоров на финансовые результаты компании // Финансы: теория и практика. 2023. Т. 27, № 3. С. 189–198. https://doi.org/10.26794/2587-5671-2023-27-3-189-198

9. *Макеева Е. Ю., Попов К. А., Дихтярь А. А., Судакова А. В.* Взаимосвязь характеристик совета директоров с ESG-рейтингами и стоимостью российских компаний // Российский журнал менеджмента. 2022. Т. 20, № 4. С. 498–523. https://doi.org/10.21638/spbu18.2022.403

10. *Popov K.* Board committee diversity and its effects on financial performance: A study of Russian firms // Journal of Corporate Finance Research. 2024. Vol. 18, No. 4. Pp. 5–33. https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.18.4.2024.5-33

11. *Jensen M. C., Meckling W. H.* Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure // Journal of Financial Economics. 1976. Vol. 3, Issue 4. Pp. 305–360. https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X

12. *Pfeffer J., Salancik G.* The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective. New York : Harper & Row, 1978. 300 p. URL: https://archive.org/details/externalcontrolo0000pfef/page/n9/mode/2up

13. *Harrison D. A., Klein K. J.* What's the difference? Diversity constructs as separation, variety, or disparity in organizations // Academy of Management Review. 2007. Vol. 32, No. 4. Pp. 1199–1228. https://doi.org/10.5465/amr.2007.26586096

14. *Carter D. A., D'Souza F., Simkins B. J., Simpson W. G.* The gender and ethnic diversity of US boards and board committees and firm financial performance // Corporate Governance: An International Review. 2010. Vol. 18, Issue 5. Pp. 396–414. https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2010.00809.x

15. *Estélyi K. S., Nisar T. M.* Diverse boards: Why do firms get foreign nationals on their boards? // Journal of Corporate Finance. 2016. Vol. 39. Pp. 174–192. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.02.006

16. *Samara I., Yousef I.* The impact of foreign directors and firm performance on strategic change // Review of International Business and Strategy. 2023. Vol. 33, Issue 3. Pp. 466–492. https://doi.org/10.1108/RIBS-10-2021-0137

17. *Miller T., Del Carmen Triana M.* Demographic diversity in the boardroom: Mediators of the board diversity-firm performance relationship // Journal of Management Studies. 2009. Vol. 46, Issue 5. Pp. 755–786. https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2009.00839.x

18. *Van Veen K., Sahib P. R., Aangeenbrug E.* Where do international board members come from? Country-level antecedents of international board member selection in European boards // International Business Review. 2014. Vol. 23, Issue 2. Pp. 407–417. https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2013.06.008

19. *Barrios J. M., Bianchi P. A., Isidro H., Nanda D.* Boards of a feather: Homophily in foreign director appointments around the world // Journal of Accounting Research. 2022. Vol. 60, Issue 4. Pp. 1293–1335. https://doi.org/10.1111/1475-679X.12416

20. *Min B. S., Chizema A.* Board meeting attendance by outside directors // Journal of Business Ethics. 2018. Vol. 147. Pp. 901–917. https://doi.org/10.1007/s10551-015-2990-9

21. *Hahn P. D., Lasfer M.* Impact of foreign directors on board meeting frequency // International Review of Financial Analysis. 2016. Vol. 46. Pp. 295–308. https://doi.org/10.1016/j.irfa.2015.11.004

22. *García-Meca E., García-Sánchez I. M., Martínez-Ferrero J.* Board diversity and its effects on bank performance: An international analysis // Journal of Banking & Finance. 2015. Vol. 53. Pp. 202–214. https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.12.002

23. *Dodd O., Zheng B.* Does board cultural diversity contributed by foreign directors improve firm performance? Evidence from Australia // Journal of Risk and Financial Management. 2022. Vol. 15, Issue 8. 332. https://doi.org/10.3390/jrfm15080332

24. *Ивашковская И. В., Макеева Е. Ю., Попов К. А.* Советы директоров российских компаний в контексте ESG-трансформации // Вопросы экономики. 2024. № 10. С. 42–76. https://doi.org/10.32609/0042-8736-2024-10-42-76

25. *Вереникин А. О., Маханькова Н. А., Вереникина А. Ю.* Измерение устойчивости развития крупных российских компаний // Российский журнал менеджмента. 2021. Т. 19, № 3. С. 237–287. https://doi.org/10.21638/spbu18.2021.301

26. *Muravyev A.* Boards of directors in Russian publicly traded companies in 1998–2014: Structure, dynamics and performance effects // Economic Systems. 2017. Vol. 41, Issue 1. Pp. 5–25. https://doi.org/10.1016/j.ecosys.2016.12.001

27. *Ружанская Л. С.* Развитие совета директоров как внутреннего механизма корпоративного управления // Корпоративные финансы. 2007. Т. 1, № 4. С. 14–33. https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.1.4.2007.14-33

28. *Назарова В. В., Емельянова Е. О.* Дивидендная политика российских компаний с участием государства: оценка влияния совета директоров // Вестник Санкт-Петербургского университета. Менеджмент. 2020. Т. 19, № 1. С. 97–125. https://doi.org/10.21638/11701/spbu08.2020.104

29. *Verbeek M.* A Guide to Modern Econometrics. 2nd edition. John Wiley and Sons, 2017. 429 p. URL: https://thenigerianprofessionalaccountant.wordpress.com/wp-content/uploads/2013/04/modern-econometrics.pdf

30. *Maddala G.* Limited-Dependent and Qualitative Variables in Econometrics. Cambridge University Press, 1983. https://doi.org/10.1017/CBO9780511810176

31. *Garanina T., Muravyev A.* The gender composition of corporate boards and firm performance: Evidence from Russia // Emerging Markets Review. 2021. Vol. 48. 100772. https://doi.org/10.1016/j.ememar.2020.100772

32. *Liu Y., Wei Z., Xie F.* Do women directors improve firm performance in China? // Journal of Corporate Finance. 2014. Vol. 28. Pp. 169–184. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2013.11.016

33. *Marinova J., Plantenga J., Remery C.* Gender diversity and firm performance: Evidence from Dutch and Danish boardrooms. // The International Journal of Human Resource Management. 2016. Vol. 27, Issue 15. Pp. 1777–1790. https://doi.org/10.1080/09585192.2015.1079229

34. *Blundell R., Bond S.* Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models // Journal of Econometrics. 1998. Vol. 87, Issue 1. Pp. 115–143. https://doi.org/10.1016/S0304-4076(98)00009-8

35. *Roodman D.* How to do xtabond2: An introduction to difference and system GMM in Stata // The Stata Journal. 2009. Vol. 9, Issue 1. Pp. 86–136. https://doi.org/10.1177/1536867X0900900106

36. *Schmid S., Roedder F.* Gaijin invasion? A resource dependence perspective on foreign ownership and foreign directors // International Business Review. 2021. Vol. 30, Issue 6. 101861. https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2021.101861

37. *Miletkov M., Poulsen A., Wintoki M. B.* Foreign independent directors and the quality of legal institutions // Journal of International Business Studies. 2017. Vol. 48. Pp. 267–292. https://doi.org/10.1057/s41267-016-0033-0

38. *Tran Q. T.* Ownership structure and demand for independent directors: Evidence from an emerging market // Journal of Economics and Development. 2020. Vol. 22, No. 2. Pp. 335–342. https://doi.org/10.1108/JED-03-2020-0022

ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРЕ

Камбаралиева Касиет Маратовна

Аспирант департамента экономики, преподаватель департамента финансов Санкт-Петербургской школы экономики и менеджмента Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики», г. Санкт-Петербург, Россия (194100, г. Санкт-Петербург, ул. Кантемировская, 3а); ORCID https://orcid.org/0009-0008-3361-7847 e-mail: k.kambaralieva@hse.ru

ДЛЯ ЦИТИРОВАНИЯ

Камбаралиева К. М. Иностранные директора в российских публичных компаниях: детерминанты присутствия и влияние на результативность // Journal of Applied Economic Research. 2025. Т. 24, № 2. С. 622–653. https://doi.org/10.15826/vestnik.2025.24.2.021

ИНФОРМАЦИЯ О СТАТЬЕ

Дата поступления 24 февраля 2025 г.; дата поступления после рецензирования 15 апреля 2025 г.; дата принятия к печати 16 апреля 2025 г.

Foreign Directors in Russian Public Companies: Determinants of Presence and Impact on Performance

Kasiet M. Kambaralieva

National Research University Higher School of Economics, Saint Petersburg, Russia

k.kambaralieva@hse.ru

Abstract. Despite the increased attention in the national scientific literature to corporate governance issues, including those related to boards of directors, relatively little is known about the appointments and role of foreign directors on the boards of Russian companies. In particular, the factors determining the presence of foreign directors on boards have not been fully studied, while the existing results of the influence of foreign directors on the performance of Russian firms remain ambiguous. The purpose of this paper is to obtain a more complete understanding of the place and role of foreigners on the boards of directors of Russian companies. The main hypotheses of the study are the following: the ownership structure indicators as well as the shareholder identity are significant determinants of the presence of foreign directors on boards, while the foreign directors themselves have a positive effect on the companies' corporate performance. Using panel data on 292 Russian public companies and methods of descriptive, statistical and econometric analysis, a gradual decrease in the share of foreigners on boards of directors was revealed during this period. A significant positive effect of the share of foreign ownership on the share of foreign directors on boards, a negative effect of government participation and a nonlinear effect of the share of the largest stakeholder on the probability of attracting foreigners to the boards of directors were also found. However, the evidence of an inverse U-shaped relationship requires taking into account the shareholder identity, specifically, the share of foreign ownership. Finally, a positive effect of foreign directors on market indicators of corporate performance was found using the advanced econometric analysis methods, including those aimed at solving the endogeneity problem. The academic significance of the study stems from filling the gaps in the existing knowledge about foreign directors using detailed data on the population study of non-financial companies traded on the Moscow Exchange. The practical value is due to the possibility of using the results by regulators, large shareholders and the stock market participants especially in the context of the expected easing or lifting of sanctions against Russia.

Key words: foreign directors; company performance; corporate governance; Russia.

JEL G34

References

1. Adams, R.B., Hermalin, B.E., Weisbach, M.S. (2010). The role of boards of directors in corporate governance: A conceptual framework and survey. *Journal of Economic Literature,* Vol. 48, No. 1, 58–107. https://doi.org/10.1257/jel.48.1.58

2. Brickley, J.A., Zimmerman, J.L. (2010). Corporate governance myths: comments on Armstrong, Guay, and Weber. *Journal of Accounting and Economics,* Vol. 50, Issues 2–3, 235–245. https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.10.002

3. Adams, R.B., Ferreira, D. (2007). A theory of friendly boards. *The Journal of Finance,* Vol. 62, Issue 1, 217–250. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2007.01206.x

4. Adams, R.B., Ferreira, D. (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of Financial Economics,* Vol. 94, Issue 2, 291–309. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.10.007

5. Masulis, R.W., Wang, C., Xie, F. (2012). Globalizing the boardroom — The effects of foreign directors on corporate governance and firm performance. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 53, Issue 3, 527–554. https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2011.12.003

6. Staples, C.L. (2007). Board globalisation in the world's largest TNCs 1993–2005. *Corporate Governance: An International Review,* Vol. 15, Issue 2, 311–321. https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2007.00573.x

7. Van Veen, K., Marsman, I. (2008). How international are executive boards of European MNCs? Nationality diversity in 15 European countries. *European Management Journal,* Vol. 26, Issue 3, 188–198. https://doi.org/10.1016/j.emj.2007.12.001

8. Krasnov, A.N., Balynin, I.V., Shmeleva, L.A. (2023). Impact of the board of directors' structure on the company's financial results. *Finance: Theory and Practice,* Vol. 27, No. 3, 189–198. (In Russ.). https://doi.org/10.26794/2587-5671-2023-27-3-189-198

9. Makeeva, E.Y., Popov, K.A., Dikhtyar, A.A., Sudakova, A.V. (2022). Board of directors characteristics: How they are related to ESG rankings and value of Russian companies. *Russian Management Journal,* Vol. 20, No. 4, 498–523. (In Russ.). https://doi.org/10.21638/spbu18.2022.403

10. Popov, K. (2024). Board committee diversity and its effects on financial performance: A study of Russian firms. *Journal of Corporate Finance Research,* Vol. 18, No. 4, 5–33. https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.18.4.2024.5-33

11. Jensen, M.C., Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics,* Vol. 3, Issue 4, 305–360. https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X

12. Pfeffer, J., Salancik, G. (1978). *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective.* New York, Harper & Row, 300 p. Available at: https://archive.org/details/externalcontrolo0000pfef/page/n9/mode/2up

13. Harrison, D.A., Klein, K.J. (2007). What's the difference? Diversity constructs as separation, variety, or disparity in organizations. *Academy of Management Review,* Vol. 32, No. 4, 1199–1228. https://doi.org/10.5465/amr.2007.26586096

14. Carter, D.A., D'Souza, F., Simkins, B.J., Simpson, W.G. (2010). The gender and ethnic diversity of US boards and board committees and firm financial performance. *Corporate Governance: An International Review,* Vol. 18, Issue 5, 396–414. https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2010.00809.x

15. Estélyi, K.S., Nisar, T.M. (2016). Diverse boards: Why do firms get foreign nationals on their boards? *Journal of Corporate Finance,* Vol. 39, 174–192. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.02.006

16. Samara, I., Yousef, I. (2023). The impact of foreign directors and firm performance on strategic change. *Review of International Business and Strategy,* Vol. 33, Issue 3, 466–492. https://doi.org/10.1108/RIBS-10-2021-0137

17. Miller, T., Del Carmen Triana, M. (2009). Demographic diversity in the boardroom: Mediators of the board diversity-firm performance relationship. *Journal of Management Studies,* Vol. 46, Issue 5, 755–786. https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2009.00839.x

18. Van Veen, K., Sahib, P.R., Aangeenbrug, E. (2014). Where do international board members come from? Country-level antecedents of international board member selection in European boards. *International Business Review,* Vol. 23, Issue 2, 407–417. https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2013.06.008

19. Barrios, J.M., Bianchi, P.A., Isidro, H., Nanda, D. (2022). Boards of a feather: Homophily in foreign director appointments around the world. *Journal of Accounting Research,* Vol. 60, Issue 4, 1293–1335. https://doi.org/10.1111/1475-679X.12416

20. Min, B.S., Chizema, A. (2018). Board meeting attendance by outside directors. *Journal of Business Ethics,* Vol. 147, 901–917. https://doi.org/10.1007/s10551-015-2990-9

21. Hahn, P.D., Lasfer, M. (2016). Impact of foreign directors on board meeting frequency. *International Review of Financial Analysis,* Vol. 46, 295–308. https://doi.org/10.1016/j.irfa.2015.11.004

22. García-Meca, E., García-Sánchez, I.M., Martínez-Ferrero, J. (2015). Board diversity and its effects on bank performance: An international analysis. *Journal of Banking & Finance,* Vol. 53, 202–214. https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.12.002

23. Dodd, O., Zheng, B. (2022). Does board cultural diversity contributed by foreign directors improve firm performance? Evidence from Australia. *Journal of Risk and Financial Management,* Vol. 15, Issue 8, 332. https://doi.org/10.3390/jrfm15080332

24. Ivashkovskaya, I.V., Makeeva, E.Y., Popov, K.A. (2024). Board of directors in Russian companies in the context of ESG transformation. *Voprosy Ekonomiki,* No. 10, 42–76. (In Russ.). https://doi.org/10.32609/0042-8736-2024-10-42-76

25. Verenikin, A.O., Makhankova, N.A., Verenikina, A.Y. (2021). Measuring sustainability of Russian largest companies. *Russian Management Journal,* Vol. 19, No. 3, 237–287. (In Russ.). https://doi.org/10.21638/spbu18.2021.301

26. Muravyev, A. (2017). Boards of directors in Russian publicly traded companies in 1998–2014: Structure, dynamics and performance effects. *Economic Systems,* Vol. 41, Issue 1, 5–25. https://doi.org/10.1016/j.ecosys.2016.12.001

27. Ruzhanskaya, L. S. (2007). Development of the board of directors as an internal mechanism of corporate governance. *Journal of Corporate Finance Research,* Vol. 1, No. 4, 14–33. (In Russ.). https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.1.4.2007.14-33

28. Nazarova, V.V., Emelyanova, E.O. (2020). Dividend policy of Russian companies with state participation: Influence of the board of directors. *Vestnik of Saint Petersburg University. Management,* Vol. 19, No. 1, 97–125. (In Russ.). https://doi.org/10.21638/11701/spbu08.2020.104

29. Verbeek, M. (2017). *Guide to Modern Econometrics.* 2nd edition. John Wiley and Sons, 429 p. Available at: https://thenigerianprofessionalaccountant.wordpress.com/wp-content/uploads/2013/04/modern-econometrics.pdf

30. Maddala, G. (1983). *Limited-Dependent and Qualitative Variables in Econometrics.* Cambridge University Press. https://doi.org/10.1017/CBO9780511810176

31. Garanina, T., Muravyev, A. (2021). The gender composition of corporate boards and firm performance: Evidence from Russia. *Emerging Markets Review,* Vol. 48, 100772. https://doi.org/10.1016/j.ememar.2020.100772

32. Liu, Y., Wei, Z., Xie, F. (2014). Do women directors improve firm performance in China? *Journal of Corporate Finance,* Vol. 28, 169–184. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2013.11.016

33. Marinova, J., Plantenga, J., Remery, C. (2016). Gender diversity and firm performance: Evidence from Dutch and Danish boardrooms. *The International Journal of Human Resource Management,* Vol. 27, Issue 15, 1777–1790. https://doi.org/10.1080/09585192.2015.1079229

34. Blundell, R., Bond, S. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics,* Vol. 87, Issue 1, 115–143. https://doi.org/10.1016/S0304-4076(98)00009-8

35. Roodman, D. (2009). How to do xtabond2: An introduction to difference and system GMM in Stata. *The Stata Journal,* Vol. 9, Issue 1, 86–136. https://doi.org/10.1177/1536867X0900900106

36. Schmid, S., Roedder, F. (2021). Gaijin invasion? A resource dependence perspective on foreign ownership and foreign directors. *International Business Review,* Vol. 30, Issue 6, 101861. https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2021.101861

37. Miletkov, M., Poulsen, A., Wintoki, M.B. (2017). Foreign independent directors and the quality of legal institutions. *Journal of International Business Studies,* Vol. 48, 267–292. https://doi.org/10.1057/s41267-016-0033-0

38. Tran, Q.T. (2020). Ownership structure and demand for independent directors: Evidence from an emerging market. *Journal of Economics and Development,* Vol. 22, No. 2, 335–342. https://doi.org/10.1108/JED-03-2020-0022

INFORMATION ABOUT AUTHOR

Kasiet Maratovna Kambaralieva

Post-Graduate Student of Department of Economics, Lecturer of Department of Finance, School of Economics and Management, National Research University Higher School of Economics, Saint Petersburg Campus, Saint Petersburg, Russia (194100, Saint Petersburg, Kantemirovskaya street, 3A); ORCID https://orcid.org/0009-0008-3361-7847 e-mail: k.kambaralieva@hse.ru

FOR CITATION

Kambaralieva, K.M. (2025). Foreign Directors in Russian Public Companies: Determinants of Presence and Impact on Performance. *Journal of Applied Economic Research,* Vol. 24, No. 2, 622–653. https://doi.org/10.15826/vestnik.2025.24.2.021

ARTICLE INFO

Received February 24, 2025; Revised April 15, 2025; Accepted April 16, 2025.