

ВЛИЯНИЕ СТРУКТУРЫ СОБСТВЕННОСТИ И СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ НА РЕЗУЛЬТАТИВНОСТЬ, ФИНАНСИРОВАНИЕ, ENVIRONMENTAL, SOCIAL, GOVERNANCE

Елена Вадимовна КРАСИЛЬНИКОВА

научный сотрудник, Центральный экономико-математический институт РАН (ЦЭМИ РАН),
Москва, Российская Федерация
Krasilnikova_lena@list.ru
<https://orcid.org/0000-0003-0024-5588>
SPIN-код: 7456-6357

История статьи:

Рег. № 110/2023
Получена 30.03.2023
Получена
в доработанном виде
29.06.2023
Одобрена 13.07.2023
Доступна онлайн
30.10.2023

Специальность: 5.2.4

УДК 336.6
JEL: G3

Ключевые слова:

концентрация
собственности, Совет
директоров, ESG

Аннотация

Предмет. Особенности агентских отношений: концентрация, структура собственности и совет директоров как нефинансовые факторы, влияющие на результативность компаний.

Цели. Обосновать и эмпирически установить связи особенностей агентских отношений с финансово-экономической результативностью и ответственностью компаний, измеряемой через ESG.

Методология. Применены методы эконометрического анализа и МНК-оценка (метод наименьших квадратов).

Результаты. Для российских компаний обосновано и оценено влияние концентрации на рост рентабельности активов и собственного капитала. Наличие государственной собственности снижает результативность, но способствует привлечению внешнего заемного финансирования. Установлено повышающее влияние размера совета директоров на рентабельность и стоимость, снижающее — на отношение долга к активам. Для отдельных выборок на развитом рынке (на примере американских, европейских и японских компаний) и на развивающемся рынке (на примере российских компаний) эмпирически доказано стимулирующее воздействие размера совета директоров и наличия женщин в нем на ESG.

Выводы. Результаты расширяют представления об улучшении рентабельности, увеличении стоимости компании и привлечении финансирования. Выводы о зависимости ESG от структуры собственности и размера совета директоров применяются в контексте достижения целей устойчивого развития.

© Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ, 2023

Для цитирования: Красильникова Е.В. Влияние структуры собственности и совета директоров на результативность, финансирование, environmental, social, governance // *Финансы и кредит*. — 2023. — Т. 29, № 10. — С. 2292 — 2313.
<https://doi.org/10.24891/fc.29.10.2292>

Введение

В современной компании, как правило, на принятие решений воздействуют целые группы стейкхолдеров. Несмотря на повышение прозрачности деятельности и снижение асимметрии информации, особенности агентских отношений и

согласование интересов по-прежнему остаются ключевыми нефинансовыми драйверами развития компании. Характеристики структуры собственности и совета директоров влияют на результативность деятельности компании, способствуют привлечению различных источников финансирования.

В настоящее время достижение целей устойчивого развития (ЦУР) неминуемо модифицирует привычные и традиционные стратегии. Такие изменения инициированы не только внешними условиями и ограничениями, на уровне компании возникают дополнительные стимулы и драйверы, когда привлекаются новые ответственные директора, а собственники заинтересованы не в одном лишь росте дивидендов и денежных потоков, а еще и в стратегическом долгосрочном развитии и ответственности деятельности, учитывающей вопросы экологии, окружающей среды, социальной политики и качество корпоративного управления.

Ответственность деятельности и метрики выполнения ЦУР могут быть представлены через эффекты воздействия на окружающую среду — Environmental (E): инновации, выбросы, использование ресурсов; социальную сферу, управление — Social (S): рабочая сила, защита прав, сотрудничество; управление — Governance (G): действия менеджмента, качество корпоративного управления, защита прав собственников. Предполагается, что для компании с меньшими агентскими проблемами выше ESG-результаты.

Возникает задача — исследовать влияние особенностей агентских отношений, таких как структура и концентрация собственности и структура совета директоров на деятельность компании: рентабельность, стоимость и структуру капитала. Кроме того, важно изучить и установить зависимости ESG от особенностей агентских отношений для компаний на развитом и развивающемся рынке капитала. Автор статьи предполагает, что особенности агентских отношений, выравнивание интересов, снижение агентских противоречий — это необходимые индикаторы «ответственности», поэтому их изучение важно с позиции достижения устойчивого развития.

Материалы и методы

В научных концепциях косвенно уделяется внимание ответственности компании, которая определяется на основе снижения оппортунистического поведения и асимметрии информации, повышения качества корпоративного управления. Исследование агентских отношений современной на тот момент корпорации в работах А. Берль и Г. Минза [1] определило отделение управления от собственности и привлечение профессиональных управляющих как закономерное развитие компании. Это приводит к появлению различий интересов и целей собственников и менеджеров, что может выражаться в виде оппортунизма последних. Отклоняющееся поведение управляющих представляется в нескольких формах согласно О. Уильямсону [2]: оппортунизм, следование своим интересам и

послушание. И снижение таких противоречий выступает важной задачей повышения устойчивости компании. Акционеры преимущественно ориентированы на увеличение прибыли компании и выплату дивидендов, а также на рост капитализации корпорации. Менеджеры получают доходы, соответствующие результатам их деятельности, стремятся показать акционерам, что оптимально расходуют ресурсы и принимают решения, максимизирующие стоимость компании. В то же время недобросовестные управляющие пытаются извлечь максимум возможного из своей активности, что в итоге понижает стоимость фирмы, как определяли Р. Брейли и С. Майерс [3].

Оппортунизм менеджеров может быть первоначально снижен в силу выравнивания их интересов с интересами собственников за счет контрактов согласно М. Дженсену и В. Меклинг [4]. Если контракты оказываются неэффективными, то действия управляющих не в интересах собственников приводят к повышению агентских издержек собственного капитала — прямых и косвенных затрат на конвергенцию их предпочтений.

Также оппортунистическое поведение менеджмента предлагалось решить повышением долгового финансирования, которое увеличивает ответственность управляющих. Эти выводы способствовали развитию агентских моделей структуры капитала. Согласно результатам агентских моделей структуры капитала, привлечение долга накладывает дополнительные ограничения и снижает потенциальное расходование средств компании на собственные нужды в связи с приоритетностью выплат по долгу. Но в тоже время возможен второй агентский конфликт между акционерами и кредиторами. И снижение агентских издержек между менеджерами и акционерами порождает агентские издержки между кредиторами и акционерами. То есть долговое финансирование предпочтительнее, пока агентские издержки долга не превысят агентские издержки собственного капитала. Активное долговое финансирование повышает расходы компании по обязательным платежам, что уменьшает свободный денежный поток и сокращает инвестиции, в худшем случае — снижает устойчивость компании по результатам агентской модели структуры капитала М. Харриса и А. Равива [5].

Информационная асимметрия возникает, когда управляющие обладают большей информацией, нежели собственники. Это способствовало развитию теории иерархии источников финансирования С. Майерсом и Н. Майлуфом [6], когда используются наиболее прозрачные ресурсы, например нераспределенная прибыль.

Конвергенция интересов менеджмента и собственника также достигается за счет предоставления управляющим акций или опционов на акции компании. Предполагается, что наличие собственности у менеджеров выравнивает их интересы и предпочтения, повышает результативность компании. Однако чрезмерная собственность менеджеров вызывает эффект отлынивания или окапывания. В работе Р. Мока [7] для крупнейших американских компаний выявлена

отрицательная зависимость коэффициента Тобина (Q-Тобина) (представляет стоимость компании: рыночная оценка по отношению к стоимости активов) от собственности менеджмента от 5% до 25% — определен эффект окапывания. А наличие собственности менеджмента до 5% и свыше 25% повышает стоимость компании. В исследованиях В. Хермалин [8] также подтверждается нелинейное влияние менеджерской собственности и собственности СЕО на Q-Тобина, но выделяются разные уровни собственности, приводящие к снижению стоимости. Собственность менеджеров до 1% и от 5% до 20% увеличивает стоимость компании, а в интервале от 5% до 20% и свыше 20% — снижает. Наличие собственности менеджмента от 10% до 30% и свыше 50% преимущественно повышает стоимость компании, а не рентабельность, что отмечено в работе Дж. Макконел и Х. Серваеса [9]. Для компаний с высокими инвестициями в НИОКР повышается уровень собственности менеджмента, при котором стоимость растет согласно Х. Демсецу [10].

Концентрация собственности также оказывает воздействие на результативность компании. Структура собственности выступает как эндогенный результат корпоративных решений. Концентрация собственности, измеряемая через индекс Герфиндаля, как сумма квадратов долей крупных собственников, влияет на показатели эффективности. Однако для 5-процентного и 25-процентного уровня собственности не подтверждается влияние концентрации на прибыльность в исследовании Х. Демсеца [10]. Как указывает С. Томсон [11], существует устойчивая связь концентрации и результативности для стран с низким качеством институциональной среды. И наличие крупного собственника выступает способом защиты от враждебного внешнего влияния на компанию, по мнению Дж. Стиглица [12]. В работе С. Вайс [13] определено отрицательное влияние концентрации собственности на Q-Тобина и рентабельность.

Преобладают выводы о негативном влиянии концентрации и государственной собственности на результативность компаний. Однако для российских предприятий наличие крупного собственника является позитивным индикатором ориентированности на долгосрочное развитие. Коренная трансформация структуры собственности в результате приватизации, развитие корпоративного сектора и рост частного капитала способствовали развитию российского бизнеса. Динамика структуры собственности в 2000-х гг. характеризуется заметным сокращением доли акционерного капитала у работников и нарастающим преобладанием внешних собственников, прежде всего юридических лиц, а также доли менеджеров¹. Наблюдается рост концентрации капитала и распыление оставшейся собственности, то есть доминирование нескольких крупнейших акционеров и множества мелких владельцев. Рост концентрации собственности, свойственный российским компаниям, в основном обусловлен рядом обстоятельств: 1) неразвитостью институциональной

¹ Российская корпорация: внутренняя организация, внешние взаимодействия, перспективы развития / под ред. Долгопята Т.Г., Ивасаки И., Яковлев А.А. // Вопросы экономики. 2008. № 12. С. 145—147.

среды и отсутствием достаточной законодательной защиты, неуверенностью акционеров в соблюдении своих прав; 2) неопределенностью экономической и политической обстановки, высокими рисками, отсутствием информационной поддержки бизнеса, асимметрией информации; 3) низким качеством корпоративного управления; 4) особенностями структуры российской сырьевой экономики, стимулирующими корпоративную интеграцию, а также провоцирующими активный передел собственности.

С середины 2000-х гг. наблюдается тенденция укрепления позиций органов власти, в основном федеральных: государство входит в состав акционеров в каждой пятой компании; федеральные власти — в каждой девятой; региональные и муниципальные — в каждой тринадцатой согласно оценкам Т.Г. Долгопятовой². Тенденция изменения акционерной собственности, преобладание внешних собственников и увеличение концентрации собственности постепенно формировали такую корпоративную структуру, которая в целом способствует росту потенциала и повышению конкурентоспособности. Концентрация акционерного капитала улучшает корпоративное управление, укрепляет взаимодействие крупных собственников и управляющих, повышает эффективность деятельности фирмы. Выявлено преобладание доминирующего собственника в малых и средних фирмах. У компаний, прошедших приватизацию, ниже концентрация собственности. Определена большая инвестиционная активность компаний с наличием крупных собственников, по мнению Т.Г. Долгопятовой [14]. Согласно оценкам Всемирного банка³ снизились агентские конфликты и повысилась защита миноритарных собственников в России. По параметру ответственности директора, распределению прав и контроля, раскрытию информации российские компании по-прежнему отстают от средних значений для развитых стран.

Результаты современных эмпирических исследований подтверждают значимое влияние структуры собственности на деятельность российских компаний, однако сделаны различные выводы о воздействии собственности. Для выборки стран БРИК А.Н. Степановой [15] подтверждается гипотеза о наличии нелинейной зависимости стоимости компании от собственности инсайдеров. И окупывание проявляется, если собственность инсайдеров составляет от 23% до 61%. Также А.А. Быковой [16] определено, что высокая концентрация собственности российских компаний повышает результативность деятельности. Для другой выборки российских компаний А.И. Рыбалка [17] получена положительная связь средней концентрации собственности, наличия второго крупного собственника и рентабельности активов. Таким образом, подтверждаются выводы о том, что результативность компании зависит от структуры собственности, в том числе значительным оказывается воздействие концентрации собственности, которая для компаний со слабой институциональной средой выступает защитой. Безусловно, при одной и той же

² Долгопятова Т. Г., Ивасаки И., Яковлев А.А. Российская корпорация: внутренняя организация, внешние взаимодействия, перспективы развития. М.: ГУ ВШЭ, 2007. 544 с.

³ Ease of Doing Business Rankings. URL: <https://archive.doingbusiness.org/en/rankings>

структуре собственности финансово-экономические характеристики являются определяющими факторами.

Кроме того, в настоящее время в России происходят значительные сдвиги в структуре совета директоров. Ю.С. Ованесовой [18] эмпирически оценены качества и функции директоров, влияющие на эффективность на разных стадиях жизненного цикла компании. На стадии роста инсайдерские директора отрицательно связаны с эффективностью, на стадии зрелости наличие предыдущего опыта директора положительно влияет на эффективность компании, а на стадии упадка, напротив, опыт может свидетельствовать о самоуверенности и снижать эффективность деятельности. Кроме того, разнообразие совета директоров и включение независимых директоров, не являющихся аффилированными с операционной деятельностью компании, выступает важным механизмом снижения агентских противоречий.

Постановка задачи

Гипотеза 1. Концентрация собственности, размер совета директоров и наличие независимых директоров повышает результативность российских компаний. Наличие государственной собственности неоднозначно влияет на результативность.

Разница предпочтений менеджеров и акционеров приводит к использованию различных инструментов привлечения финансирования. Согласно агентским моделям структуры капитала, заемное финансирование ограничивает оппортунизм менеджмента. А слабость корпоративного управления, выражающаяся в числе прочего в проявлении оппортунизма, снижает привлекательность компании для внешних собственников. Наличие агентских издержек, окапываемость менеджмента делает недоступным привлечение внешнего собственного капитала и приводит к наращиванию банковского финансирования, росту доли долга в структуре капитала — увеличению леввериджа. Автор статьи предполагает, что разнообразие и структура совета директоров повышает ответственность управляющих и снижает злоупотребления, что благоприятно влияет на общую привлекательность компании, понижает агентские издержки и способствует привлечению внешнего финансирования. Для российских компаний получены разные выводы о влиянии особенностей структуры собственности и Совета директоров на привлечение долга. Наличие менеджерской собственности повышает привлечение долга для малых и средних компаний. В исследовании С.Г. Макаровой [19] отмечено, что сокращение собственности менеджмента снижает отношение долга к активам, а государственное участие и дуальность позиции генерального директора и председателя совета директоров повышает привлечение заемного финансирования.

Гипотеза 2. Концентрация собственности и государственная собственность повышает доступность заемного финансирования и увеличивает левверидж российских компаний. А низкое качество корпоративного управления: маленький

размер совета и малое число независимых директоров ограничивает привлечение заемного капитала, и компании используют собственные средства, что снижает леверидж.

Тестирование гипотез

Далее эмпирически протестированы гипотезы 1 и 2 о влиянии особенностей структуры собственности, характеристик совета директоров на деятельность российских компаний.

В рамках гипотезы 1 результативность компании может быть исследована через различный набор переменных. Приоритетно оценить влияние не только на рентабельность активов (*ROA*), но и на рентабельность собственного капитала (*ROE*), что является более значимым фактором для собственников. Также результативность определяется через внешнюю привлекательность компании, что повышает отношение ее рыночной стоимости и стоимости активов — рост *Q*-Тобина.

$$ROE_{it} = a + b_1 \cdot Board_{size_{it}} + b_2 \cdot Independ_{it} + b_3 \cdot State_{own_{it}} + b_4 \cdot Own_{concentr_{it}} + b_5 \cdot r_{e_{it}} + \varepsilon_{it}. \quad (1)$$

$$ROA_{it} = a + b_1 \cdot Board_{size_{it}} + b_2 \cdot Independ_{it} + b_3 \cdot State_{own_{it}} + b_4 \cdot Own_{concentr_{it}} + b_5 \cdot intang_{it} + b_6 \cdot Capex_{it} + \varepsilon_{it}. \quad (2)$$

$$Q-Tobin_{it} = a + b_1 \cdot Board_{size_{it}} + b_2 \cdot Independ_{it} + b_3 \cdot State_{own_{it}} + b_4 \cdot Own_{concentr_{it}} + \varepsilon_{it}. \quad (3)$$

ROE — исследуемый фактор рентабельности собственного капитала;

ROA — исследуемый фактор рентабельности активов;

Q-Tobin — исследуемый индикатор стоимости компании — соотношение рыночной стоимости к восстановительной стоимости активов;

Board_{size} — размер (число) совета директоров;

Independ — число независимых директоров;

State — доля государственной собственности;

Own_{concentr} — концентрация собственности;

r_e — стоимость собственного капитала;

Intang — доля нематериальных активов к общим активам;

i — компания;

t — год;

e — случайная ошибка.

Автор статьи предполагает, что размер и структура совета директоров как индикатор качества корпоративного управления способствует повышению рентабельности компании. Однако чрезмерное увеличение числа независимых директоров может являться негативным фактором — снижается их эффективность. Для этого было исследовано нелинейное влияние числа независимых директоров. Наличие государственной собственности может влиять неоднозначно: расширять доступность источников финансирования, но снижать результативность деятельности. А концентрация собственности выступает позитивным сигналом.

Для российских компаний в 2015—2020 гг. на основе построения моделей регрессионного анализа и метода МНК-оценки выявлена положительная прямая связь размера совета директоров и нелинейная связь числа независимых директоров с рентабельностью собственного капитала (ROE) и активов (ROA) (табл. 1).

Эмпирически определено, что размер совета директоров, число независимых директоров, концентрация собственности повышает рентабельность активов и собственного капитала российских компаний, а государственное участие — понижает. Подтверждается положительное влияние размера совета и независимых директоров на стоимость, но получено отрицательное влияние концентрации собственности и участия государства на стоимость компании. То есть гипотеза 1 подтверждается, за исключением для переменной государственной собственности. Предполагается наличие нелинейного влияния: невысокое участие государства не снижает результаты, но слишком высокая доля государственной собственности воздействует негативно.

Согласно гипотезе 2 привлечение финансирования исследуется через отношение заемного капитала к активам компании и представлено леввериджем.

$$Lev = a + b_1 \cdot Board_{size_{it}} + b_2 \cdot Independ_{it} + b_3 \cdot State_{ownit} + b_4 \cdot Own_{concentrit} + b_5 \cdot r_{e_{it}} + \varepsilon_{it}. \quad (4)$$

Lev — левверидж — исследуемый фактор отношения заемного капитала к активам компании, характеризующий структуру капитала.

Исследование заемного финансирования для российских компаний подтвердило, что наличие государственного участия и концентрация собственности позволяет привлечь дополнительное заемное финансирование и повышает левверидж (табл. 1). Выявлена отрицательная связь численности совета и леввериджа. Возможна нелинейная зависимость. Малый размер совета директоров свидетельствует о потенциальных проблемах в корпоративном управлении компанией, слишком высокий — о различии интересов, что в обоих случаях ограничивает привлечение внешнего заемного финансирования. И компания в такой ситуации использует преимущественно собственные средства, что понижает левверидж. Наличие независимых директоров косвенно определяет мониторинг и повышает доступность

внешнего долгосрочного заемного капитала. То есть гипотеза 2 подтверждается результатами расчетов.

В настоящее время поставленные цели устойчивого развития (ЦУР) формируют новые корпоративные стратегии, целевые ориентиры которых расширены за счет включения экологических, социальных и управленческих результатов. Метриками измерения достижения ЦУР и ответственности компании выступают индикаторы Environmental, Social, Governance (ESG). Фактор окружающей среды, Environmental (E), характеризует использование ресурсов, выбросы, инновации. Фактор социальной сферы, Social (S), определяет безопасность на рабочем месте, защиту прав работников, социальные связи, обучение. Фактор Governance (G) по сути является индикатором качества корпоративного управления в компании: защита прав собственников, гармонизация агентских отношений, снижение противоречий интересов, участие менеджмента, разработка стратегии корпоративной социальной ответственности.

Выравнивание и гармонизация интересов, защита собственности является значимым результатом корпоративного управления. А с позиции устойчивого развития автор статьи предполагает, что внутренним драйвером изменений в сторону ответственности выступает именно качество корпоративного управления. Одним из компонентов качества корпоративного управления является структура совета директоров: численность, наличие независимых директоров, гендерное разнообразие. В 2022 г. в развитых странах, например в США, доля женщин в совете составляет 31%, в развивающихся — 15,9%, определено MSCI⁴. И в компаниях с наличием более 30% женщин в совете выше значения ESG по сравнению с компаниями без присутствия женщин в совете.

Эмпирически установлено Р. Беджи [20] стимулирующее влияние размера совета директоров и наличия независимых директоров и ограничивающее влияние дуальности (одновременная позиция директора в совете и исполнительного директора) на устойчивое развитие французских компаний. А. Исмаил [21] определяет отрицательное воздействие числа независимых директоров на корпоративную социальную ответственность малайзийских компаний. Для компаний на развитом и развивающемся рынке капитала М. Лозано [22] выявлено преимущественное влияние совета директоров, в том числе наличия женщин в нем, на ESG. Для компаний на развитом рынке капитала Т. Аабо [23], О. Николо [24], М. Романо [25] подтверждается стимулирующее влияние женщин в совете на ESG. Для итальянских фирм Н. Кукари [26] определен негативный эффект наличия женщин в составе совета директоров и позитивный эффект числа независимых директоров на ESG.

⁴ Women on Boards Progress Report 2022.

URL: https://www.msci.com/documents/10199/36771346/Women_on_Boards_Progress_Report_2022.pdf

Гипотеза 3. Размер и состав совета директоров: наличие независимых директоров и участие женщин повышает ответственность компании, измеряемой через ESG.

Согласно гипотезе 3 улучшение качества индикаторов корпоративного управления: структура совета директоров, в том числе наличие в нем женщин и независимых директоров можно рассматривать как факторы создания долгосрочного потенциала компании, что способствует формированию ответственного поведения, измеряемого через ее ESG результаты.

Для четырех отдельных выборок по странам: 80 крупных публичных компаний в Европе, 80 компаний в США в 2008—2021 гг., 27 компаний в России в 2015—2020 гг., 300 компаний в Японии исследуется влияние размера совета директоров и участия женщин-директоров на ESG. Для российских компаний выявлено значительно меньшее присутствие женщин в совете — менее 1 человека, или 8,6% от числа директоров, для японских за счет большего размера совета — менее 1 человека, или 6,7%, для европейских — более 3 человек, или 26%, для американских — около 3 человек, или 25% (рис. 1). Тем не менее размер совета и наличие, как правило, более трех независимых директоров демонстрируют позитивный эффект для качества корпоративного управления в российских фирмах.

Размер совета директоров российских компаний, как правило, меняется не значительно и соблюдается рекомендация включения как минимум трех независимых директоров. К примеру, в ПАО Алроса размер совета достигает 15 человек: 1 исполнительный директор, 10 не исполнительных директоров, 4 независимых директора и из них 2 женщины. По национальному составу: в совет директоров входят и представители коренного населения Якутии, однако нет иностранных кандидатов. В совете директоров ПАО Лукойл (11 человек, 2 женщины-директора) и ПАО Норникель (13 человек, 1 женщина-директор) до середины 2022 г. было 6 независимых директоров, из которых 3 — иностранцы. В совете ПАО НЛМК также было 9 членов, в том числе 1 женщина, 5 независимых, среди которых 4 иностранца.

Далее проводится эмпирическое тестирование гипотезы 3 о наличии связей структуры и размера совета директоров и ESG результатов для 4 отдельных выборок компаний на развитом рынке (США, Европа, Япония) и на развивающемся рынке (Россия).

$$ESG_{it} = a + b_1 \cdot Board_{size_{it}} + b_2 \cdot Independ_{it} + b_3 \cdot Board_{gender_{it}} + b_4 \cdot Control_{it} + \varepsilon_{it}. \quad (5)$$

$$E_{it} = a + b_1 \cdot Board_{size_{it}} + b_2 \cdot Independ_{it} + b_3 \cdot Board_{gender_{it}} + b_4 \cdot Control_{it} + \varepsilon_{it}. \quad (5.1)$$

$$S_{it} = a + b_1 \cdot Board_{size_{it}} + b_2 \cdot Independ_{it} + b_3 \cdot Board_{gender_{it}} + b_4 \cdot Control_{it} + \varepsilon_{it}. \quad (5.2)$$

$$G_{it} = a + b_1 \cdot Board_{size_{it}} + b_2 \cdot Independ_{it} + b_3 \cdot Board_{gender_{it}} + b_4 \cdot Control_{it} + \varepsilon_{it}. \quad (5.3)$$

ESG — исследуемый фактор, характеризующий результаты компании в достижении ответственности и ЦУР; *E, S, G* — исследуемые отдельные компоненты;

Board_{gender} — доля женщин в составе совета директоров.

На основе МНК-оценки модели 5 подтверждается прямая связь размера совета директоров и участия женщин с ESG результатами для всех четырех выборок компаний по странам (табл. 2).

Далее для всех четырех выборок стран построены модели, в которых зависимой переменной выступают отдельные результаты ответственного поведения: модель 5.1 — фактор окружающей среды, модель 5.2 — фактор социальной политики компании, модель 5.3 — фактор управления. Декомпозиция ESG на отдельные исследуемые компоненты позволит получить более точные оценки влияния, избежать двойного учета и завышения результатов. Так, особенности и структура совета директоров определяет качество корпоративного управления в компании, закономерно учтена при оценке компонента G.

Для каждой выборки американских, европейских и российских компаний подтверждается положительное наиболее сильное (выше коэффициент при переменной) значимое влияние размера совета на окружающую среду (E, модель 5.1). Для американских, европейских и японских компаний установлено положительное влияние и на социальную политику компании, для российских — незначимое отрицательное (S, модель 5.2). При этом определено отрицательное влияние размера совета на результат управления для американских и российских фирм (G, модель 5.3). В связи с этим в модели были введены квадраты переменной размера совета, так как предполагается, что маленький или, наоборот, слишком большой совет может быть неэффективным. Действительно получена нелинейная зависимость (G) от размера совета с вершиной вверху, и отрицательный знак при переменной размер совета в квадрате. Для российских компаний участие независимых директоров повышает все компоненты: (E, S, G).

Для японских компаний определено стимулирующее влияние размера совета директоров на окружающую среду (E, модель 5.1), социальную политику компании (S, модель 5.2), управление (G, модель 5.3). Размер совета оказывает наиболее сильное значимое влияние на G — выше коэффициент при переменной для японских фирм.

Гендерная диверсификация — наличие женщин в составе совета также оказывает стимулирующее значимое влияние на ESG результаты компании для американских, европейских, японских и российских компаний.

Декомпозиция исследования влияния на отдельные компоненты (Е, модель 5.1; S, модель 5.2; G, модель 5.3) определила положительную значимую зависимость от доли женщин в составе совета для американских и европейских компаний. При этом наличие женщин преимущественно повышает качество корпоративного управления (G) — выше коэффициент при переменной.

Для японских компаний также подтверждается прямое значимое влияние доли женщин в совете директоров на Е, модель 5.1, и S, модель 5.2, но обратное на — G, модель 5.3. Наличие женщин преимущественно повышает результаты компании в социальной политике (S).

Для российских компаний наличие женщин в совете положительно связано с социальной политикой компании (S, модель 5.2) и качеством управления (G, модель 5.3). При этом доля женщин в Совете отрицательно связана с влиянием компании на окружающую среду (Е, модель 5.1).

Выводы

В статье исследованы особенности агентских отношений, представленные концентрацией собственности, участием государства, структурой совета директоров. Для российских компаний эмпирически определена позитивная роль размера совета и наличия независимых директоров на повышение рентабельности активов и собственного капитала, рост стоимости. Структура совета директоров определяет качество корпоративного управления и повышает доступность капитала, выступает стимулирующим фактором результативности. Показано, что концентрация собственности не является негативным сигналом и не снижает результативность российских компаний — увеличивает рентабельность и использование долгового финансирования, но ограничивает внешнюю привлекательность компании — снижает стоимость.

Обосновано и подтверждено значимое воздействие агентских особенностей, в частности структуры совета директоров на улучшение ответственности американских, европейских, японских и российских компаний. Для каждой страны были сформированы выборки фирм и построены модели регрессионного анализа, оценивающие эффекты независимых переменных характеристик совета: его размер, наличие независимых директоров и женщин-директоров в совете на ESG-результаты. Доказано стимулирующее влияние особенностей совета директоров: размера и гендерной диверсификации на достижение результатов ответственного поведения. Гипотеза 3 подтверждена, хотя и ожидаемо получены различные по силе эффекты на отдельные компоненты:

- улучшение воздействия деятельности компании на окружающую среду (Е) достигается увеличением совета директоров для американских, европейских, японских и российских компаний. Увеличение числа женщин-директоров также

способствует улучшению результативности воздействия на окружающую среду. Однако для российских фирм чрезмерное число женщин-директоров может приводить к более низким результатам;

- повышение итогов социальной политики компании (S) зависит от размера совета директоров. Но слишком маленький или чрезмерно большой совет не является эффективным и может снижать результаты социальной политики для американских, европейских и российских компаний. Наличие женщин-директоров в совете повышает S для всех выборок компаний, преимущественно влияет на социальную политику для российских и японских;
- улучшение качества управления (G) также связано с числом директоров и достигается при наличии некоего оптимального уровня размера совета директоров американских, европейских и российских компаний. Присутствие женщин в совете повышает качество корпоративного управления. Однако чрезмерное присутствие женщин может снижать результативность управления для японских компаний.

Таблица 1

Эмпирические оценки влияния совета директоров и структуры собственности на результативность российских компаний

Table 1

Empirical estimations of the impact of Board of Directors and ownership structure on performance of Russian companies

Независимые переменные	Модель 1 рентабельность собственного капитала (ROE)	Модель 2 рентабельность активов (ROA)	Модель 3 стоимость (Q-Тобин)	Модель 4 структура капитала (Leverage)
Размер совета директоров	4,73***	0,89***	0,02	-0,03
Независимые директора	0,77***	0,05	0,01*	0,0001***
Доля государственной собственности, %	-0,003***	-0,001***	-0,00004*	0,01***
Концентрация собственности (индекс Герфиндаля)	0,24**	0,01	-0,000027	0,00008***
Стоимость собственного капитала	-0,6	Не вводилась в модель	Не вводилась в модель	0,06***
Нематериальные активы	Не вводились в модель	0,12	0,009*	Не вводились в модель

* Значимость на уровне 10%.

** Значимость на уровне 5%.

*** Значимость на уровне 1%.

Источник: авторская разработка

Source: Authoring

Таблица 2

Эмпирические оценки влияния размера и структуры Совета директоров на ESG

Table 2

Empirical estimations of the impact of Board of Directors' size and structure on ESG

Независимые переменные	Модель 5 ESG	Модель 5.1 Environmental (окружающая среда)	Модель 5.2 Social (социал. политика)	Модель 5.3 Governance (корпорат. управление)
США				
Размер совета директоров	0,08	0,5***	0,15	-0,44***
Размер совета директоров 2	0,002	0,02***	0,005	-0,02***
Женщины в совете директоров, %	21***	13***	24***	27***
Женщины в совете директоров 2, %	44**	35***	49***	45***
Европа				
Размер совета директоров	0,27***	0,38***	0,25**	0,19
Женщины в совете директоров, %	22***	17***	17,5***	31***
Женщины в совете директоров 2, %	21***	8,45	16***	39***
Япония				
Размер совета директоров	0,14**	0,04	0,017	0,08*
Женщины в совете директоров, %	9,8***	5,35***	5,97**	-1,1
Женщины в совете директоров 2, %	29*	14*	19**	-2,1
Россия				
Размер совета директоров	0,08	2,2***	-0,7	-1,5
Число женщин в совете директоров	2,4**	-1,5	2,8	2,2
Женщины в совете директоров, %	27**	-4,5	42**	24
Число независимых директоров	4,47***	8,4***	4,3***	2,03
Число независимых директоров в совете 2	0,48***	0,81***	0,3**	0,51**
Независимые директора в совете, %	32***	30**	25**	59***

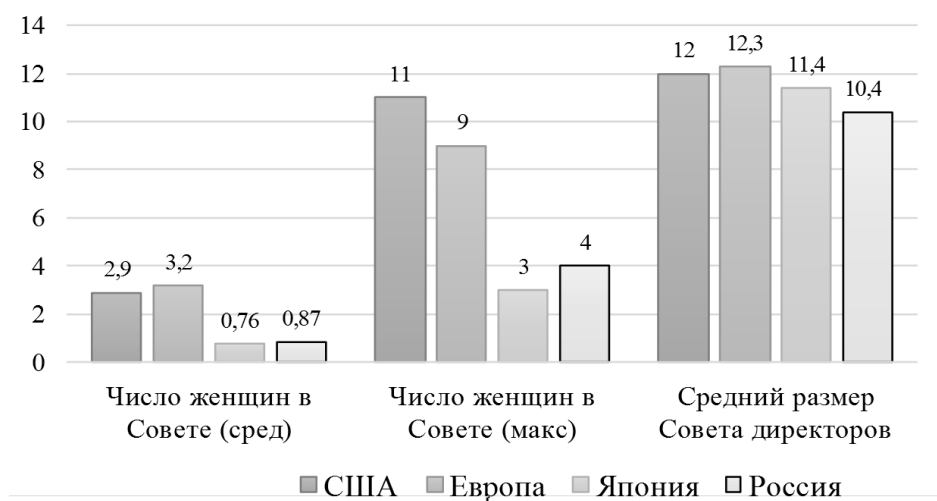
* Значимость на уровне 10%.

** Значимость на уровне 5%.

*** Значимость на уровне 1%.

Источник: авторская разработка

Source: Authoring

Рисунок 1**Структура и размер совета директоров (страновое сравнение)****Figure 1****Structure and size of Board of Directors (cross-country comparison)**

Источник: авторская разработка

Source: Authoring

Список литературы

1. Berle A.A., Means G.C. The Modern Corporation and Private Property. New York, Mac-Millan Company, 1932, 396 p.
2. Williamson O.E. The Economic Institutions of Capitalism. New York, The Free Press, 1985, 450 p.
3. Брейли Р., Майерс С., Аллен Ф. Принципы корпоративных финансов. М.: Олимп-Бизнес, 1997. 1120 с.
4. Jensen M.C., Meckling W. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, 1976, vol. 3, iss. 4, pp. 305–360. URL: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
5. Harris M., Raviv A. The theory of capital structure. *Journal of Finance*, 1991, vol. 46, iss. 1, pp. 297–356. URL: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb03753.x>
6. Myers S., Majluf N. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 1984, vol. 13, no. 2, pp. 187–221. URL: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
7. Morck R., Shleifer A., Vishny R. Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 1988, vol. 20, pp. 293–315. URL: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90048-7](https://doi.org/10.1016/0304-405X(88)90048-7)

8. *Hermalin B.E., Weisbach M.S.* The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance. *Financial Management*, 1991, vol. 20, no. 4, pp. 101–112.
9. *McConnell J.J., Servaes H.* Equity ownership and the two faces of debt. *Journal of Financial Economics*, 1995, vol. 39, iss. 1, pp. 131–157.
URL: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(95\)00824-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(95)00824-X)
10. *Demsetz H., Villalonga B.* Ownership structure and corporate performance. *Journal of Corporate Finance*, 2001, vol. 7, iss. 3, pp. 209–233.
URL: [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(01\)00020-7](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(01)00020-7)
11. *Thomsen S., Pedersen T.* Ownership structure and economic performance in the largest European companies. *Strategic Management Journal*, 2000, vol. 21, no. 6, pp. 689–705.
12. *Stiglitz J.* Ouis Custodiet Ipsos Custodes? *Challenge*, 1999, vol. 42, no. 6, pp. 26–67.
13. *Weiss C., Hilger S.* Ownership concentration beyond Good and Evil: Is there an effect on corporate performance? *Journal of Management and Governance*, 2012, vol. 16, iss. 4, pp. 727–752. URL: <https://doi.org/10.1007/s10997-011-9170-9>
14. *Долгопятова Т.Г.* Концентрация собственности в российской обрабатывающей промышленности: эмпирические оценки // Известия Уральского государственного экономического университета. 2016. № 4. С. 30—39.
URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/kontsentratsiya-sobstvennosti-v-rossiyskoy-obrabatyvayuschey-promyshlennosti-empiricheskie-otsenki>
15. *Степанова А.Н., Шиханцова О.С.* Инсайдерская собственность и стратегическая эффективность компаний в странах БРИК: анализ 2003–2013 гг. // Российский журнал менеджмента. 2015. Т. 13. № 1. С. 43—64.
URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/insayderskaya-sobstvennost-i-strategicheskaya-effektivnost-kompaniy-v-stranah-brik-analiz-2003-2013-gg>
16. *Быкова А.А., Молодчик М.А., Шапилова Е.Г.* Концентрация собственности как механизм корпоративного управления в российских публичных компаниях: влияние на финансовые результаты деятельности // Прикладная эконометрика. 2017. № 1. С. 50—74. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/kontsentratsiya-sobstvennosti-kak-mehanizm-korporativnogo-upravleniya-v-rossiyskih-publichnyh-kompaniyah-vliyanie-na-finansovye>
17. *Рыбалка А.И.* Связь структуры собственности и результативности высокотехнологичных компаний // Проблемы прогнозирования. 2020. № 3. С. 31—39. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/svyaz-struktury-sobstvennosti-i-rezultativnosti-vysokotekhnologichnyh-kompaniy>

18. Ованесова Ю.С., Житихин С.С. Взаимосвязь личностных характеристик CEO и эффективности деятельности компаний на разных стадиях жизненного цикла // Российский журнал менеджмента. 2020. № 4. С. 575 — 604.
URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/vzaimosvyaz-lichnostnyh-harakteristik-ceo-i-effektivnosti-deyatelnosti-kompaniy-na-raznyh-stadiyah-zhiznennogo-tsikla>
19. Макарова С.Г., Андрианова Е.И. Особенности формирования и управления структурой капитала компаний с государственным участием // Аудит и финансовый анализ. 2020. № 6. С. 40 — 50.
20. Beji R., Yousfi O., Loukil N. et al. Board Diversity and Corporate Social Responsibility: Empirical Evidence from France. *Journal of Business Ethics*, 2021, vol. 173, pp. 133–155. URL: <https://doi.org/10.1007/s10551-020-04522-4>
21. Ismail A., Latiff I. Board Diversity and Corporate Sustainability Practices: Evidence on Environmental, Social and Governance (ESG) Reporting. *International Journal of Financial Research*, 2019, vol. 10, no. 3, pp. 31–50.
URL: <https://doi.org/10.5430/ijfr.v10n3p31>
22. Lozano B.M., Martínez-Ferrero J. Do emerging and developed countries differ in terms of sustainable performance? Analysis of board, ownership and country-level factors. *Research in International Business and Finance*, 2022, vol. 62.
URL: <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2022.101688>
23. Aabo T., Giorici I.C. Do female CEOs matter for ESG scores. *Global Finance Journal*, 2023, vol. 56, no. 100722. URL: <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2022.100722>
24. Nicolò G., Zampone G., Sannino G., De Iorio S. Sustainable corporate governance and non-financial disclosure in Europe: Does the gender diversity matter? *Journal of Applied Accounting Research*, 2022, vol. 23, iss. 1, pp. 227–249.
URL: <https://doi.org/10.1108/JAAR-04-2021-0100>
25. Romano M., Cirillo A., Favino C., Netti A. ESG (Environmental, Social and Governance) Performance and Board Gender Diversity: The Moderating Role of CEO Duality. *Sustainability*, 2020, vol. 12, iss. 21.
URL: <https://doi.org/10.3390/su12219298>
26. Cucari N., De Falco S.E., Orlando B. Diversity of Board of Directors and Environmental Social Governance: Evidence from Italian Listed Companies. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 2018, vol. 25, iss. 3, pp. 250-266. URL: <https://doi.org/10.1002/csr.1452>

Информация о конфликте интересов

Я, автор данной статьи, со всей ответственностью заявляю о частичном и полном отсутствии фактического или потенциального конфликта интересов с какой бы то ни было третьей стороной, который может возникнуть вследствие публикации данной статьи. Настоящее заявление относится к проведению научной работы, сбору и обработке данных, написанию и подготовке статьи, принятию решения о публикации рукописи.

THE IMPACT OF OWNERSHIP STRUCTURE AND BOARD OF DIRECTORS ON PERFORMANCE, FINANCING, ENVIRONMENTAL, SOCIAL, AND GOVERNANCE

Elena V. KRASIL'NIKOVA

Central Economics and Mathematics Institute Russian Academy of Sciences,
Moscow, Russian Federation
Krasilnikova_lena@list.ru
<https://orcid.org/0000-0003-0024-5588>

Article history:

Article No. 110/2023
Received 30 March 2023
Received in revised form
29 June 2023
Accepted 13 July 2023
Available online
30 October 2023

JEL classification: G3

Keywords: ownership
concentration, Board of
Directors, ESG

Abstract

Subject. The article addresses the features of agency relations, i.e. concentration, ownership structure and Board of Directors that act as non-financial factors affecting the performance of companies.

Objectives. The study aims to substantiate and empirically establish linkages between the specifics of agency relations, as non-financial drivers, with company's performance and responsibility, measured through ESG.

Methods. The use of methods of econometric analysis and least-squares estimation determine the links and strength of the impact of non-financial factors on return, Tobin's Q, debt-to-asset ratio, and ESG.

Results. For Russian companies, the paper underpins and evaluates the impact of concentration on an increase in return on assets and equity, but a decrease in value. Government ownership decreases performance, but raises financing. The structure of the Board of Directors impacts an increase in ROA, ROE, and Tobin's Q, and a decrease in debt-to-asset ratio. For some Russian, U.S., European and Japanese companies, the paper empirically proved a stimulating effect of the size and presence of women in the Board of Directors on ESG. Decomposition of ESG refines the results. The size of the Board of Directors to a greater extent improves Environmental for American, European companies, and independent directors – Environmental for Russian companies. The presence of women improves Governance for American and European firms, and Social – for Russian and Japanese companies.

Conclusions. The findings enhance understanding of agency relations with company performance, value, and fund raising. Conclusions about ESG dependence on the Board of Directors structure and size are applied in the context of the Sustainable Development Goals.

© Publishing house FINANCE and CREDIT, 2023

Please cite this article as: Krasil'nikova E.V. The Impact of Ownership Structure and Board of Directors on Performance, Financing, Environmental, Social, and Governance. *Finance and Credit*, 2023, vol. 29, iss. 10, pp. 2292–2313.
<https://doi.org/10.24891/fc.29.10.2292>

References

1. Berle A.A., Means G.C. The Modern Corporation and Private Property. New York, Mac-Millan Company, 1932, 396 p.

2. Williamson O.E. *The Economic Institutions of Capitalism*. New York, The Free Press, 1985, 450 p.
3. Brealey R., Myers S., Allen F. *Printsiipy korporativnykh finansov* [Principles of Corporate Finance]. Moscow, Publ. Olimp-Biznes, 1997, 1120 p.
4. Jensen M.C., Meckling W. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, 1976, vol. 3, iss. 4, pp. 305–360. URL: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
5. Harris M., Raviv A. The theory of capital structure. *Journal of Finance*, 1991, vol. 46, iss. 1, pp. 297–356. URL: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb03753.x>
6. Myers S., Majluf N. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 1984, vol. 13, no. 2, pp. 187–221. URL: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
7. Morck R., Shleifer A., Vishny R. Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 1988, vol. 20, pp. 293–315. URL: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90048-7](https://doi.org/10.1016/0304-405X(88)90048-7)
8. Hermalin B.E., Weisbach M.S. The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance. *Financial Management*, 1991, vol. 20, no. 4, pp. 101–112.
9. McConnell J.J., Servaes H. Equity ownership and the two faces of debt. *Journal of Financial Economics*, 1995, vol. 39, iss. 1, pp. 131–157. URL: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(95\)00824-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(95)00824-X)
10. Demsetz H., Villalonga B. Ownership structure and corporate performance. *Journal of Corporate Finance*, 2001, vol. 7, iss. 3, pp. 209–233. URL: [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(01\)00020-7](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(01)00020-7)
11. Thomsen S., Pedersen T. Ownership structure and economic performance in the largest European companies. *Strategic Management Journal*, 2000, vol. 21, no. 6, pp. 689–705.
12. Stiglitz J. Quis Custodiet Ipsos Custodes? *Challenge*, 1999, vol. 42, no. 6, pp. 26–67.
13. Weiss C., Hilger S. Ownership concentration beyond Good and Evil: Is there an effect on corporate performance? *Journal of Management and Governance*, 2012, vol. 16, iss. 4, pp. 727–752. URL: <https://doi.org/10.1007/s10997-011-9170-9>
14. Dolgopyatova T.G. [Concentration of Ownership in Russian Manufacturing: Recent Empirical Evidence]. *Izvestiya Ural'skogo gosudarstvennogo ekonomicheskogo universiteta* = *News of Ural State University of Economics*, 2016, no. 4, pp. 30–39.

- URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/kontsentratsiya-sobstvennosti-v-rossiyskoy-obrabatyvayushey-promyshlennosti-empiricheskie-otsenki> (In Russ.)
15. Stepanova A.N., Shikhantsova O.S. [Insider Ownership and Firm Performance: Evidence from BRICS countries in 2003–2013]. *Rossiiskii zhurnal menedzhmenta = Russian Management Journal*, 2015, vol. 13, no. 1, pp. 43–64.
URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/insayderskaya-sobstvennost-i-strategicheskaya-effektivnost-kompaniy-v-stranah-brik-analiz-2003-2013-gg> (In Russ.)
 16. Bykova A.A., Molodchik M.A., Shamilova E.G. [Ownership concentration, corporate governance development and firm performance in Russian listed companies]. *Prikladnaya ekonometrika = Applied Econometrics*, 2017, no. 1, pp. 50–74.
URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/kontsentratsiya-sobstvennosti-kak-mehanizm-korporativnogo-upravleniya-v-rossiyskih-publichnyh-kompaniyah-vliyanie-na-finansovy> (In Russ.)
 17. Rybalka A.I. [Relationship of property structure and performance of high-tech technology companies]. *Problemy prognozirovaniya = Problems of Forecasting*, 2020, no. 3, pp. 31–39. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/svyaz-struktury-sobstvennosti-i-rezultativnosti-vysokotekhnologichnyh-kompaniy> (In Russ.)
 18. Ovanesova Yu.S., Zhitikhin S.S. [The relationship between CEO personal traits and technology companies' performance at different stages of the life cycle]. *Rossiiskii zhurnal menedzhmenta = Russian Management Journal*, 2020, no. 4, pp. 575–604. (In Russ.) URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/vzaimosvyaz-lichnostnyh-harakteristik-ceo-i-effektivnosti-deyatelnosti-kompaniy-na-raznyh-stadiyah-zhiznennogo-tsikla>
 19. Makarova S.G., Andrianova E.I. [Formation and governance of capital structure in State-owned companies]. *Audit i finansovyi analiz = Audit and Financial Analysis*, 2020, no. 6, pp. 40–50. (In Russ.)
 20. Beji R., Yousfi O., Loukil N. et al. Board Diversity and Corporate Social Responsibility: Empirical Evidence from France. *Journal of Business Ethics*, 2021, vol. 173, no. 6, pp. 133–155. URL: <https://doi.org/10.1007/s10551-020-04522-4>
 21. Ismail A., Latiff I. Board Diversity and Corporate Sustainability Practices: Evidence on Environmental, Social and Governance (ESG) Reporting. *International Journal of Financial Research*, 2019, vol. 10, no. 3, pp. 31–50.
URL: <https://doi.org/10.5430/ijfr.v10n3p31>
 22. Lozano B.M., Martínez-Ferrero J. Do emerging and developed countries differ in terms of sustainable performance? Analysis of board, ownership and country-level factors. *Research in International Business and Finance*, 2022, vol. 62.
URL: <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2022.101688>

23. Aabo T., Giorici I.C. Do female CEOs matter for ESG scores. *Global Finance Journal*, 2023, vol. 56, no. 100722. URL: <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2022.100722>
24. Nicolò G., Zampone G., Sannino G., De Iorio S. Sustainable corporate governance and non-financial disclosure in Europe: Does the gender diversity matter? *Journal of Applied Accounting Research*, 2022, vol. 23, iss. 1, pp. 227–249. URL: <https://doi.org/10.1108/JAAR-04-2021-0100>
25. Romano M., Cirillo A., Favino C., Netti A. ESG (Environmental, Social and Governance) Performance and Board Gender Diversity: The Moderating Role of CEO Duality. *Sustainability*, 2020, vol. 12, iss. 21. URL: <https://doi.org/10.3390/su12219298>
26. Cucari N., De Falco S.E., Orlando B. Diversity of Board of Directors and Environmental Social Governance: Evidence from Italian Listed Companies. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 2018, vol. 25, iss. 3, pp. 250–266. URL: <https://doi.org/10.1002/csr.1452>

Conflict-of-interest notification

I, the author of this article, bindingly and explicitly declare of the partial and total lack of actual or potential conflict of interest with any other third party whatsoever, which may arise as a result of the publication of this article. This statement relates to the study, data collection and interpretation, writing and preparation of the article, and the decision to submit the manuscript for publication.