

Международный научно-исследовательский журнал

«Прогрессивная экономика»

№ 1 / 2026 https://progressive-economy.ru/vypusk_1/finansovaya-ustojchivost-kompanij-s-klassificirovannymi-sovetami-direktorov-v-usloviyah-krizisa-dinamicheskij-kompromiss-mezhdu-adaptivnostyu-i-vosstanovleniem/

Научная статья / Original article

Шифр научной специальности ВАК: 5.2.4

УДК 336.67

DOI: 10.54861/27131211_2026_1_217



ФИНАНСОВАЯ УСТОЙЧИВОСТЬ КОМПАНИЙ С КЛАССИФИЦИРОВАННЫМИ СОВЕТАМИ ДИРЕКТОРОВ В УСЛОВИЯХ КРИЗИСА: ДИНАМИЧЕСКИЙ КОМПРОМИСС МЕЖДУ АДАПТИВНОСТЬЮ И ВОССТАНОВЛЕНИЕМ

*Витман Е.Д., аспирант, Санкт-Петербургский университет технологий
управления и экономики, г. Санкт-Петербург, Россия
190020, Санкт-Петербург, Лермонтовский пр., д.44, Лит. А
ORCID: <https://orcid.org/0009-0005-2649-3581>*

Аннотация. В статье исследуется влияние структуры совета директоров на финансовую устойчивость компаний в условиях кризиса COVID-19. Цель работы – разрешить существующее в научной литературе противоречие относительно воздействия классифицированных советов директоров (staggered boards) на финансовые показатели фирмы посредством анализа их двойственной роли в обеспечении финансовой устойчивости в период масштабного внешнего шока. Предложена двухэтапная концепция финансовой устойчивости, разграничивающая краткосрочную устойчивость к шокам и способность к восстановлению финансовых показателей. Методология исследования основана на байесовской динамической панельной модели, позволяющей оценить как немедленный эффект кризиса, так и скорость последующего восстановления. Эмпирическую базу составила выборка из 2 305 компаний нефинансового сектора развивающихся рынков за период 2020–2022 гг. В качестве метрик финансовой эффективности использованы показатели темпа роста выручки, рентабельности активов (ROA) и рыночного коэффициента Price-to-Book. Установлено, что компании с классифицированными советами демонстрируют более глубокое падение финансовых показателей в острой фазе кризиса, однако характеризуются более высокой скоростью восстановления роста выручки. Выявлена дивергенция между динамикой финансовых показателей и рыночной оценкой: инвесторы склонны дисконтировать стоимость компаний с классифицированными советами, несмотря на объективно позитивную динамику восстановления их бухгалтерских показателей.



Ключевые слова: финансовая устойчивость, корпоративное управление, классифицированные советы директоров, антикризисное управление, развивающиеся рынки.

Конфликт интересов. Автор заявляет об отсутствии конфликта интересов.

Для цитирования: Витман Е.Д. Финансовая устойчивость компаний с классифицированными советами директоров в условиях кризиса: динамический компромисс между адаптивностью и восстановлением // Прогрессивная экономика. 2026. № 1. С. 217–239. https://doi.org/10.54861/27131211_2026_1_217.

Статья поступила в редакцию: 24.12.2025 г. Одобрена после рецензирования: 28.01.2026 г. Принята к публикации: 29.01.2026 г.

FINANCIAL RESILIENCE OF COMPANIES WITH STAGGERED BOARDS DURING CRISIS: A DYNAMIC TRADE-OFF BETWEEN ADAPTABILITY AND RECOVERY

*Vitman E.D., PhD Student, Saint Petersburg University of Management
Technologies and Economics, Saint Petersburg, Russia
190020, Saint Petersburg, Lermontovsky pr, b.44, A
ORCID: <https://orcid.org/0009-0005-2649-3581>*

Abstract. The article examines the impact of the board of directors structure on the financial stability of companies in the context of the COVID-19 crisis. The aim of the work is to resolve the controversy existing in the scientific literature regarding the impact of classified boards of directors on the financial performance of a company by analyzing their dual role in ensuring financial stability during a large-scale external shock. A two-stage concept of financial stability is proposed, distinguishing between short-term shock resistance and the ability to restore financial performance. The research methodology is based on the Bayesian dynamic panel model, which makes it possible to assess both the immediate effect of the crisis and the speed of subsequent recovery. The empirical base was made up of a sample of 2,305 companies from the non-financial sector of emerging markets for the period 2020-2022. The indicators of revenue growth rate, return on assets (ROA) and the Price-to-Book market coefficient are used as financial efficiency metrics. It was found that companies with classified boards show a deeper decline in financial performance during the acute phase of the crisis, but are characterized by a higher rate of revenue growth recovery. The divergence between the dynamics of financial indicators and market valuation has been revealed: investors tend to discount the value of companies with classified boards, despite the objectively positive dynamics of the recovery of their accounting indicators.

Keywords: financial resilience, corporate governance, staggered boards, crisis management, emerging markets.

JEL classification: G30, G32, G34.



Conflict of interest. The author declares that there is no conflict of interest.

For citation: Vitman E.D. (2026). Finansovaya ustoychivost kompaniy s klassifitsirovannymi sovetami direktorov v usloviyakh krizisa: dinamicheskiy kompromiss mezhdu adaptivnostyu i vosstanovleniem [Financial Resilience of Companies with Staggered Boards during Crisis: A Dynamic Trade-off between Adaptability and Recovery]. Progressivnaya ekonomika [Progressive Economy], 1, 217–239. https://doi.org/10.54861/27131211_2026_1_217 (In Russ., abstract in Eng.)

The article was submitted to the editorial office: 24/12/2025. Approved after review: 28/01/2026. Accepted for publication: 29/01/2026.

Введение

Пандемия COVID-19 выступила в качестве стресс-теста мировой экономики и системы корпоративного управления. В течение первых месяцев 2020 года компании столкнулись с резким падением спроса, разрывом цепочек поставок и радикальной неопределённостью относительно продолжительности и глубины кризиса. Совет директоров, выступающий гарантом стратегической устойчивости фирмы, был вынужден принимать решения в условиях, когда традиционные методы прогнозирования и планирования оказались неприменимы [1]. Данная ситуация создала уникальные условия для анализа того, как различные модели корпоративного управления влияют на способность компании противостоять внешним шокам и восстанавливать финансовые показатели.

Среди множества характеристик корпоративного управления особое место занимает структура ротации совета директоров. Классифицированный совет директоров (staggered board, также называемый classified board) представляет собой модель, при которой директора разделены на классы (обычно три), и каждый год переизбирается только один класс. Это означает, что для полной смены состава совета требуется минимум три года, в отличие от унитарного совета, где все директора могут быть переизбраны ежегодно. По данным нашей выборки, около 44% публичных компаний развивающихся рынков используют классифицированную структуру совета, что свидетельствует о её широком распространении.

Влияние данной структуры на финансовые результаты компании является предметом продолжительной научной дискуссии. На протяжении более двух десятилетий исследователи расходятся во мнениях относительно того, создаёт ли классифицированный совет стоимость для акционеров или, напротив, разрушает её. Одно направление литературы рассматривает такую структуру как механизм «укоренения» менеджмента (managerial entrenchment). Согласно этой позиции, защита директоров от ежегодного переизбрания снижает их подотчётность акционерам, позволяет сохранять позиции неэффективным управляющим и ведёт к принятию решений, не максимизирующих стоимость фирмы [2; 3; 4; 5]. Эмпирические исследования



в рамках данного направления фиксируют негативную связь между наличием классифицированного совета и рыночной стоимостью компании, измеряемой через коэффициент Тобина или иные показатели.

Альтернативное направление исследований предлагает противоположную интерпретацию. Защита от краткосрочного давления рынка рассматривается здесь как стратегический актив, позволяющий менеджменту фокусироваться на долгосрочном создании стоимости [6]. Изоляция от угрозы враждебного поглощения и немедленной смены состава совета создаёт условия для реализации инвестиционных проектов с длительным горизонтом окупаемости, включая инновационные разработки и стратегические трансформации [7; 8]. Ряд эмпирических работ подтверждает, что для определённых категорий компаний – молодых, инновационных, с высокой неопределённостью, классифицированные советы ассоциируются с более высокой стоимостью [8].

Противоречивость накопленных эмпирических данных указывает на то, что влияние структуры совета директоров не является универсальным, а определяется совокупностью контекстуальных факторов [9; 10]. Указанное обстоятельство делает необходимым переформулирование исследовательского вопроса: вместо попытки установить, «эффективна ли данная структура в целом», следует анализировать, при каких условиях и посредством каких механизмов она влияет на финансовые результаты компании.

Масштабный экономический кризис создаёт уникальный контекст для такого анализа. Кризисная ситуация выдвигает на первый план проблему финансовой устойчивости – способности компании сохранять финансовую эффективность в условиях негативных внешних воздействий и восстанавливать её после шока [11]. При этом устойчивость представляет собой не одномерную характеристику, а сложный динамический процесс, включающий по меньшей мере два компонента: способность противостоять первоначальному удару и способность возвращаться к равновесному состоянию. Данное разграничение имеет принципиальное значение, поскольку факторы, определяющие каждый из компонентов, могут существенно различаться.

В настоящем исследовании предлагается концептуальный подход, позволяющий примирить противоположные точки зрения на роль классифицированных советов через рассмотрение финансовой устойчивости как двухэтапного процесса. Мы выдвигаем гипотезу о том, что атрибуты классифицированного совета оказывают разнонаправленное влияние на краткосрочную устойчивость к шокам и на скорость последующего восстановления финансовых показателей. Стратегическая инерция, свойственная защищённым советам, может снижать адаптивность в момент наступления кризиса, делая компанию уязвимой к первичному шоку. Однако

стабильность и долгосрочный горизонт планирования, также ассоциируемые с данной структурой, могут способствовать более последовательному и эффективному восстановлению.

Цель исследования состоит в оценке влияния классифицированной структуры совета директоров на финансовую устойчивость компании в условиях кризиса с учётом её двухкомпонентной природы. Для достижения поставленной цели решаются следующие задачи:

1. Разработать двухэтапную концепцию финансовой устойчивости, операционализирующую различие между краткосрочной устойчивостью к шокам и способностью к восстановлению.

2. Эмпирически оценить влияние структуры совета директоров на каждый из компонентов финансовой устойчивости по трём ключевым финансовым метрикам: динамика выручки (темп роста), финансовая эффективность (рентабельность активов) и рыночная оценка (коэффициент Price-to-Book).

3. Выявить и интерпретировать специфику взаимосвязи между восстановлением бухгалтерских финансовых показателей и динамикой рыночной оценки компаний с различной структурой совета.

Эмпирический анализ проводится на панельных данных по 2 305 компаниям нефинансового сектора развивающихся рынков за период 2020–2022 гг. с использованием байесовской динамической панельной модели. Выбор развивающихся рынков обусловлен тем, что они характеризуются большей гетерогенностью институциональных условий и моделей корпоративного управления, а также испытали существенное воздействие пандемического кризиса.

Научная значимость исследования определяется следующими обстоятельствами. Во-первых, работа вносит вклад в развитие ситуационной (контингентной) теории корпоративных финансов, демонстрируя, что эффективность структуры совета директоров варьируется в зависимости от фазы экономического цикла. Во-вторых, исследование расширяет понимание природы финансовой устойчивости за счёт её декомпозиции на два компонента, которые могут определяться различными факторами. В-третьих, работа выявляет феномен разрыва между динамикой бухгалтерских финансовых показателей и рыночной оценкой, что имеет существенное значение для понимания механизмов ценообразования на фондовом рынке в условиях неопределённости.

Структура статьи организована следующим образом. В разделе «Обзор литературы» систематизированы существующие теоретические подходы и эмпирические результаты, сформулированы гипотезы исследования. Раздел «Материалы и методы» содержит описание выборки, операционализацию переменных и эконометрическую спецификацию. В разделе «Результаты и обсуждение» представлены основные эмпирические находки и их

интерпретация. В заключении сформулированы выводы, обозначены ограничения исследования и направления для дальнейшей работы.

Обзор литературы

Вопрос о влиянии классифицированных советов на финансовые результаты компании остаётся одним из наиболее дискуссионных в корпоративных финансах. На протяжении более двух десятилетий исследователи приходят к диаметрально противоположным выводам, и эта полемика далека от разрешения. Однако именно в противоречии между двумя позициями – «укоренения» и «стратегического актива» – кроется ключ к пониманию того, как структура совета влияет на финансовую устойчивость в кризисных условиях.

Первое направление литературы рассматривает классифицированный совет как механизм, позволяющий менеджменту избегать дисциплинирующего воздействия рынка корпоративного контроля. Вебчук и Коэн [2] заложили фундамент данного подхода, продемонстрировав на выборке американских компаний устойчивую негативную связь между наличием классифицированного совета и стоимостью фирмы. Их аргумент опирается на агентскую теорию: защита директоров от ежегодного переизбрания ослабляет их стимулы к максимизации акционерной стоимости. Гомперс, Ишии и Метрик [3] усилили этот вывод, включив классифицированный совет в интегральный индекс корпоративного управления и показав, что компании с большим числом защитных механизмов демонстрируют более низкую доходность акций.

Фейе [4] детализировал механизм негативного влияния: он обнаружил, что директора в классифицированных советах реже заменяются после периодов неудовлетворительных финансовых результатов. Иными словами, защита действительно позволяет неэффективным управляющим сохранять позиции. Джарпун и Лиу [5] добавили к этой картине финансовое измерение: компании с классифицированными советами используют более высокий леверидж, что авторы объясняют меньшей обеспокоенностью защищённых менеджеров риском банкротства. Данный вывод особенно значим для анализа кризисной устойчивости: повышенная долговая нагрузка усиливает финансовый риск именно тогда, когда внешняя среда становится неблагоприятной.

Гормли и Матса [18] выявили важную поведенческую закономерность: защищённые менеджеры склонны «играть безопасно», избегая рискованных решений. В стабильной среде это ведёт к недоинвестированию и упущенным возможностям. Однако данное наблюдение приобретает иной смысл в кризисном контексте: нежелание принимать радикальные решения может критически замедлить адаптацию к резко изменившимся условиям.

Альтернативное направление исследований переворачивает логику агентской теории. Штейн [6] в теоретической работе показал, что угроза

враждебного поглощения порождает «управленческую близорукость»: менеджеры, находящиеся под постоянным давлением рынка, вынуждены демонстрировать краткосрочные результаты, жертвуя проектами с длительным горизонтом окупаемости. Защита от этого давления – не слабость, а стратегическое преимущество.

Эмпирическое подтверждение этой идеи предоставили Aghion, Van Reenen и Zingales [7], обнаружившие, что защищённые от давления институциональных инвесторов компании демонстрируют более высокую инновационную активность. Cremers, Litov и Sepe [8] в масштабном исследовании показали, что для молодых компаний и компаний с высокой неопределённостью классифицированный совет ассоциируется с более высокой стоимостью. Их вывод прямо противоречит Bebchuk и Cohen [2]: негативная связь не является универсальной, а возникает лишь в определённых контекстах.

Ge Tanlu и Zhang [12] добавили неожиданный аргумент в пользу данной позиции, исследовав последствия отмены классификации совета. После перехода к унитарной структуре качество финансовой отчётности компаний снижается – растёт уровень дискреционных начислений. Усиление давления на менеджмент, вопреки ожиданиям сторонников агентской теории, ведёт не к улучшению, а к ухудшению корпоративного поведения: менеджеры начинают манипулировать отчётностью ради достижения краткосрочных целей.

Накопление противоречивых результатов привело исследователей к осознанию роли контекста. Rose [10] показал, что негативный эффект классифицированного совета проявляется преимущественно в компаниях с распылённой структурой собственности; при наличии крупного блокхолдера он исчезает. Amihud, Schmid и Solomon [9] поставили под сомнение методологическую корректность ранних работ: контролируя на фиксированные эффекты фирмы, они не обнаружили статистически значимой связи между структурой совета и стоимостью. Chintrakarn et al. [13], используя географическую идентификацию, подтвердили гетерогенность эффектов.

Эти результаты указывают на то, что вопрос «хороши или плохи классифицированные советы?» поставлен некорректно. Более продуктивна постановка: «при каких условиях и через какие механизмы структура совета влияет на финансовые результаты?»

Пандемия COVID-19 создала естественный эксперимент для проверки обеих позиций. Ding et al. [14] проанализировали реакцию фондового рынка в первые месяцы кризиса и обнаружили, что компании с признаками «укоренённого» менеджмента показали более глубокое падение котировок. Этот результат, казалось бы, подтверждает позицию агентской теории. Однако авторы анализировали лишь немедленную реакцию рынка, оставив без внимания последующую динамику.

Между тем кризис – это не мгновенное событие, а протяжённый во времени процесс. Williams et al. [11] в интегративном обзоре литературы по организационной устойчивости разграничили два компонента: способность противостоять первоначальному удару (robustness) и способность к восстановлению (recovery). Gilbert [15] показал, что эти компоненты могут определяться различными факторами, введя разграничение между ригидностью ресурсов и ригидностью рутин. Bourgeois [16] и Chu et al. [17] развили концепцию организационных резервов, показав, что факторы, повышающие устойчивость к первичному шоку, не обязательно способствуют восстановлению.

Если рассмотреть позиции «укоренения» и «стратегического актива» через призму двухкомпонентной модели устойчивости, их противоречие превращается во взаимодополняемость. Сторонники агентской теории правы в том, что защита снижает адаптивность: склонность «играть безопасно» [18], привязанность к устоявшимся стратегиям, замедленная реакция на сигналы рынка – всё это должно проявиться именно в момент шока, когда требуется быстрая перестройка. Сторонники теории долгосрочной ориентации правы в том, что защита обеспечивает последовательность: стабильность совета, отсутствие давления демонстрировать немедленные результаты, возможность реализовывать планы с более длинным горизонтом – всё это должно проявиться на этапе восстановления, когда требуется системная работа без метаний между краткосрочными инициативами.

Иными словами, обе стороны дискуссии могут быть правы – но в разных фазах кризиса. Классифицированный совет создаёт динамический компромисс: то, что является слабостью в момент шока (стратегическая инерция), становится силой на этапе восстановления (стратегическая последовательность). Данная логика позволяет сформулировать проверяемые гипотезы.

Дополнительное измерение анализа связано с рыночным восприятием. Zajac и Westphal [19] показали, что реакция рынка на корпоративное управление определяется не столько объективным содержанием решений, сколько их символической интерпретацией. Larcker, Ormazabal и Taylor [20] обнаружили, что инвесторы реагируют на характеристики управления, однако эта реакция не всегда соответствует фактическим финансовым последствиям. Муравьев [21] отметил, что на развивающихся рынках инвесторы особенно чувствительны к механизмам, воспринимаемым как снижающие подотчётность. Это означает, что динамика бухгалтерских показателей и динамика рыночной оценки могут расходиться – и это расхождение само по себе является предметом исследования.

На основе проведённого анализа литературы формулируются следующие гипотезы исследования.



Гипотеза 1 (H1): Компании с классифицированными советами директоров демонстрируют более низкую краткосрочную финансовую устойчивость, что выражается в более глубоком падении финансовых показателей в начальной фазе кризиса по сравнению с компаниями, имеющими унитарные советы.

Обоснование данной гипотезы основывается на теории организационной ригидности [15] и концепции «безопасной игры» защищённых менеджеров [18]. Стратегическая инерция, свойственная классифицированным советам, замедляет адаптацию к резко изменившимся условиям. Кроме того, специализированные стратегии, реализуемые такими компаниями, могут нести повышенный систематический риск, делая их более уязвимыми к системным шокам.

Гипотеза 2 (H2): Компании с классифицированными советами директоров демонстрируют более высокую скорость восстановления финансовых показателей после первоначального шока, что отражается в их более низкой инерционности (персистентности) по сравнению с компаниями, имеющими унитарные советы.

Обоснование данной гипотезы опирается на теорию долгосрочной ориентации защищённого менеджмента [6; 7; 8]. После абсорбции первоначального шока ключевая управленческая задача смещается от быстрой реакции к последовательному исполнению антикризисной стратегии. Стабильность классифицированного совета создаёт условия для системного восстановления без метаний между разрозненными краткосрочными инициативами.

Материалы и методы

Для эмпирической проверки выдвинутых гипотез был сформирован лонгитюдный массив данных по публичным компаниям развивающихся рынков за период 2020–2022 гг. Выбор временного периода обусловлен целью охватить как острую фазу пандемического кризиса (2020 г.), так и последующий период восстановления (2021–2022 гг.). Источником финансовой информации и данных о структуре корпоративного управления послужила база данных Refinitiv (ранее Thomson Reuters Eikon), являющаяся одним из наиболее авторитетных источников корпоративной информации для академических исследований.

В соответствии с общепринятой в академических исследованиях практикой, из выборки были исключены компании финансового сектора (банки, страховые компании, инвестиционные фонды). Данное исключение обусловлено спецификой регулирования финансовых институтов, особенностями их структуры капитала и отличающейся природой их деятельности, которая делает некорректным сравнение с нефинансовыми компаниями по стандартным финансовым показателям.



Дополнительным критерием отбора явилось наличие полных данных о структуре совета директоров и всех необходимых для анализа финансовых переменных за весь исследуемый период. Наблюдения с отсутствующими значениями ключевых переменных были исключены. Итоговая выборка представляет собой несбалансированную панель, включающую 6 915 наблюдений «фирма-год» для 2 305 уникальных компаний.

Географическое распределение выборки охватывает широкий спектр развивающихся рынков, включая Китай, Индию, Бразилию, страны Юго-Восточной Азии, Восточной Европы и другие регионы. Отраслевая структура выборки включает промышленность, потребительский сектор, технологии, телекоммуникации, энергетику и другие отрасли нефинансового сектора.

Для обеспечения комплексной оценки влияния структуры совета на финансовые результаты деятельности фирмы анализ проводился по трём измерениям, отражающим различные аспекты финансовой эффективности.

Динамика финансовых результатов измерялась через темп роста выручки (Revenue Growth, %). Данный показатель отражает способность компании наращивать объём продаж и является индикатором рыночного спроса на продукцию компании. В кризисной ситуации падение темпов роста выручки является первичным проявлением экономического шока, затрагивающего операционную деятельность.

Финансовая эффективность оценивалась через рентабельность активов (Return on Assets, ROA, %). ROA рассчитывается как отношение чистой прибыли к совокупным активам и является одной из наиболее широко используемых метрик операционной эффективности. Этот показатель отражает способность менеджмента генерировать прибыль на вложенный капитал независимо от структуры финансирования.

Рыночная эффективность определялась с помощью коэффициента «Цена/Балансовая стоимость» (Price-to-Book, P/B). Данный показатель отражает оценку компании участниками фондового рынка относительно её бухгалтерской стоимости. Высокое значение P/B указывает на то, что рынок ожидает от компании создания стоимости сверх балансовой величины активов. Включение рыночного показателя наряду с бухгалтерскими позволяет выявить потенциальные расхождения между объективными финансовыми результатами и их восприятием инвесторами.

Ключевой независимой переменной выступает индикатор классифицированного совета (Staggered Board, SB) – дихотомическая переменная, принимающая значение 1, если в отчётном году компания имела классифицированную структуру совета директоров, и 0 в противном случае. Информация о структуре совета получена из базы данных Refinitiv, которая содержит детальные сведения о корпоративном управлении публичных компаний.

Для моделирования шокового воздействия пандемии введена переменная «Кризис» (Crisis), принимающая значение 1 для 2020 года и 0 для остальных периодов (2021, 2022). Именно в 2020 году пандемия оказала наиболее сильное и внезапное воздействие на экономическую деятельность, что делает этот год естественной точкой отсчёта для анализа кризисного шока.

Произведение Staggered Board $\times$ Crisis представляет собой интерактивный член, отражающий дифференциальное воздействие кризисного шока на компании с классифицированными советами по сравнению с компаниями с унитарными советами. Статистическая значимость и знак коэффициента при данном члене являются ключевыми для проверки Гипотезы 1.

Для минимизации влияния смещающих факторов и повышения точности оценок в модель включён набор контрольных переменных, отражающих характеристики компании, потенциально влияющие как на структуру совета, так и на финансовые результаты.

Лагированное значение зависимой переменной (лагом в один год) включено для учёта инерционности финансовых показателей. Текущие результаты компании существенно определяются её предыдущими результатами, и игнорирование этой зависимости может вести к смещённым оценкам. Кроме того, коэффициент при лагированной переменной имеет содержательную интерпретацию как показатель инерционности (персистентности), что используется для проверки Гипотезы 2.

Размер фирмы измеряется натуральным логарифмом совокупных активов (Ln Assets). Крупные компании, как правило, обладают большими ресурсами для преодоления кризиса, более диверсифицированной деятельностью и лучшим доступом к финансированию. Одновременно они могут страдать от большей организационной инерции. Логарифмирование применяется для нормализации распределения и учёта нелинейной связи размера с зависимыми переменными.

Финансовые резервы оцениваются через несколько показателей. Отношение денежных средств к активам (Cash to Assets, %) отражает доступную ликвидность, которая может быть использована для покрытия текущих обязательств и финансирования операций в период снижения выручки. Финансовый леверидж (Leverage, %), рассчитываемый как отношение совокупного долга к активам, характеризует заёмный потенциал и финансовый риск компании. Отношение чистого оборотного капитала к активам (Working Capital to Assets, %) отражает способность компании финансировать текущую деятельность за счёт превышения оборотных активов над краткосрочными обязательствами.

Операционная гибкость измеряется через операционный цикл (Operational Cycle), следуя логике Chu et al. [17]. Длинный операционный цикл

может свидетельствовать о меньшей гибкости в управлении оборотным капиталом и более медленной адаптации к изменениям спроса.

Качество корпоративного управления аппроксимируется через отношение начислений к активам (Accruals to Assets, %). Уровень консерватизма в бухгалтерском учёте, отражаемый в величине начислений, в литературе ассоциируется с качеством корпоративного управления и качеством финансовой отчётности [22; 23]. Описательная статистика всех переменных, включённых в анализ, представлена в таблице 1.

Таблица 1

Описательная статистика переменных

Table 1

Descriptive statistics of variables

Переменная	Среднее	СКО	Мин.	Медиана	Q25	Q75	Макс.	N
Рост выручки (%)	9,53	34,71	-563,22	9,18	-3,99	23,17	356,88	6 915
Лаг роста выручки (%)	7,84	32,33	-250,09	7,75	-3,79	19,84	466,36	6 915
P/B	8,61	11,60	-124,54	7,37	3,44	12,76	191,07	6 915
Лаг P/B	8,49	10,80	-124,54	7,36	3,75	12,62	191,07	6 915
ROA (%)	4,69	111,21	-438,11	1,87	0,97	3,80	9 182,27	6 915
Лаг ROA (%)	4,91	121,55	-438,11	1,76	0,96	3,45	9 182,27	6 915
Staggered Board	0,44	0,50	0,00	0,00	0,00	1,00	1,00	6 915
Ln Активов	17,06	2,23	10,05	16,94	15,82	18,14	26,78	6 915
Cash/Assets (%)	11,24	10,40	0,00	8,46	3,55	15,59	85,81	6 915
Leverage (%)	26,36	32,36	0,00	24,27	10,23	37,31	1 568,83	6 915
Oper. Cycle (лет)	-0,86	25,51	-1 868,56	0,08	-0,19	0,32	39,93	6 915
Accruals/Assets (%)	2,34	10,39	-106,17	2,59	-1,99	7,03	114,81	6 915
Work. Cap./Assets (%)	12,62	26,95	-729,32	12,27	-0,05	25,59	90,23	6 915

Источник: составлено автором по данным Refinitiv

Source: compiled by the author based on Refinitiv data

Как видно из таблицы 1, средний темп роста выручки в выборке составил 9,53% при значительной вариации (стандартное отклонение 34,71 п.п.). Средняя рентабельность активов – 4,69%, однако высокое стандартное отклонение (111,21 п.п.) указывает на существенную гетерогенность выборки. Доля компаний с классифицированными советами составляет 44%, что свидетельствует о широкой распространённости данной структуры на развивающихся рынках.

Учитывая лонгитюдный характер данных и исследовательский фокус на динамике финансовых показателей, в работе применяется байесовская динамическая модель панельных данных. Общая спецификация модели имеет следующий вид:

$$y_{it} = \beta SB_i + \lambda_0 c_t + \lambda_1 (SB_i \times c_t) + \rho_0 y_{it-1} + \rho_1 (SB_i \times y_{it-1}) + X'_{it} \delta + \alpha_i + \varepsilon_{it}$$



где y_{it} – показатель финансовой эффективности компании i в момент t (рост выручки, ROA или P/B); SB_i – индикатор наличия классифицированного совета директоров; c_t – индикатор кризисного периода (2020 год); y_{it-1} – лагированное значение зависимой переменной; X'_{it} – вектор контрольных переменных; α_i – случайный индивидуальный эффект фирмы; ε_{it} – случайная ошибка.

Данная спецификация позволяет провести прямую проверку выдвинутых гипотез. Коэффициент λ_1 при интерактивном члене $SB_i \times c_t$ отражает дифференциальный эффект кризиса для компаний с классифицированными советами. Согласно Гипотезе 1, ожидается, что данный коэффициент будет отрицательным и статистически значимым, что указывало бы на более глубокое падение показателей у таких компаний.

Проверка Гипотезы 2 базируется на анализе авторегрессионных коэффициентов. Коэффициент инерции для компаний с унитарными советами составляет ρ_0 , а для компаний с классифицированными советами – $(\rho_0 + \rho_1)$. Значение коэффициента инерции более близкое к нулю указывает на более быструю реверсию показателя к его долгосрочному среднему значению. Согласно Гипотезе 2, ожидается, что $|\rho_0 + \rho_1| < |\rho_0|$.

Включение случайных индивидуальных эффектов α_i позволяет контролировать ненаблюдаемую гетерогенность на уровне фирм – характеристики компании, постоянные во времени, но не наблюдаемые исследователем. Это частично решает проблему эндогенности, связанную с тем, что выбор структуры совета может коррелировать с ненаблюдаемыми характеристиками компании, влияющими на финансовые результаты.

Оценивание модели производилось с использованием байесовских методов, реализованных в пакете brms среды R. Байесовский подход имеет ряд преимуществ для данного исследования. Во-первых, он позволяет естественным образом работать с иерархическими структурами данных (фирмы, вложенные в страны и отрасли). Во-вторых, результаты представляются в виде апостериорных распределений параметров, что даёт более полную информацию о неопределённости оценок по сравнению с классическими точечными оценками.

Для минимизации влияния выбросов, характерных для финансовых данных, использовалось t -распределение Стьюдента для функции правдоподобия вместо нормального распределения. Тяжёлые хвосты t -распределения обеспечивают робастность оценок к экстремальным наблюдениям.

Модель оценивалась иерархически, при этом предполагалось, что индивидуальные эффекты фирм извлекаются из общего нормального распределения с оцениваемыми параметрами. В процессе оценивания

использовались слабоинформативные априорные распределения, минимально влияющие на результаты при достаточном объёме данных.

Необходимо отметить два ключевых методологических ограничения работы. Во-первых, дизайн исследования не позволяет делать строгие каузальные выводы. Выбор структуры совета директоров является эндогенным решением, и, несмотря на предпринятые меры по контролю смещения (включение индивидуальных эффектов, лагированной зависимой переменной и набора контрольных переменных), полностью исключить влияние ненаблюдаемых динамических факторов невозможно. Компании, выбирающие классифицированную структуру совета, могут систематически отличаться от компаний с унитарными советами по характеристикам, не вошедшим в модель.

Во-вторых, операционализация кризиса как однолетнего события (2020 год) является упрощением. В реальности пандемия имела различную интенсивность в разных странах и отраслях, а её воздействие растянулось на несколько лет. Полученные результаты следует интерпретировать как оценку среднего эффекта в начальной, наиболее острой фазе шока.

Результаты и обсуждение

Результаты оценки динамических панельных моделей представлены в таблице 2. В таблице приведены апостериорные средние и 95% доверительные интервалы для ключевых параметров трёх моделей, соответствующих трём зависимым переменным: темпу роста выручки, рентабельности активов и коэффициенту Price-to-Book.

Полученные результаты свидетельствуют о наличии сложной динамической взаимосвязи между структурой совета директоров и финансовой устойчивостью. Установлено, что компании с классифицированными советами характеризуются меньшей краткосрочной устойчивостью к первичному шоковому воздействию, что выражается в более глубоком падении показателей в острой фазе кризиса. В то же время данные компании демонстрируют более высокий потенциал восстановления бухгалтерских финансовых показателей. Примечательно, что, несмотря на восстановление метрик эффективности, динамика рыночной оценки таких компаний остаётся отстающей, свидетельствуя о разрыве между внутренними результатами и их восприятием инвесторами.

Таблица 2
Результаты оценки динамических панельных моделей

Table 2

Dynamic panel model estimation results

Параметр	Рост выручки (%)	95% ДИ	ROA (%)	95% ДИ	P/B	95% ДИ
Долгосрочное условное среднее						
Классифиц. советы	14,10	[13,0; 15,2]	10,90	[9,73; 12,1]	1,58	[1,18; 1,98]
Унитарные советы	16,10	[15,1; 17,2]	10,40	[9,42; 11,3]	1,37	[1,10; 1,63]
Разница	-2,06**	[-3,19; -0,91]	0,53	[-0,59; 1,66]	0,21	[-0,13; 0,56]
Эффект кризиса (λ)						
Классифиц. советы	-10,70	[-12,0; -9,51]	-1,27	[-1,55; -1,0]	-0,03	[-0,07; 0,01]
Унитарные советы	-8,11	[-9,09; -7,11]	-0,71	[-0,94; -0,48]	0,09	[0,06; 0,13]
Разница (λ_1)	-2,64**	[-3,99; -1,30]	-0,57**	[-0,92; -0,21]	-0,12**	[-0,17; -0,07]
Коэффициент инерции AR(1) (ρ)						
Классифиц. советы	0,05	[0,02; 0,09]	0,77	[0,75; 0,80]	0,90	[0,89; 0,91]
Унитарные советы	0,13	[0,11; 0,16]	0,77	[0,75; 0,79]	0,87	[0,86; 0,89]
Разница (ρ_1)	-0,08**	[-0,12; -0,04]	0,01	[-0,02; 0,03]	0,03**	[0,01; 0,05]

** – 95% доверительный интервал не включает ноль. Долгосрочное условное среднее рассчитано при средних значениях контрольных переменных.

Источник: составлено автором
Source: compiled by the author

В рамках Гипотезы 1 предполагалось, что компании с классифицированными советами будут обладать более низкой краткосрочной устойчивостью, что выразится в более глубоком падении финансовых показателей в момент наступления кризиса. Данные панели «Эффект кризиса» в таблице 2 обеспечивают эмпирическое подтверждение данного предположения. Разница в силе кризисного воздействия (λ_1) является отрицательной, а её 95%-й доверительный интервал не включает ноль для всех трёх анализируемых метрик:

Темп роста выручки: среднее значение дифференциального эффекта составляет -2,64 процентных пункта (ДИ: [-3,99; -1,30]). Это означает, что при прочих равных условиях компании с классифицированными советами испытали падение темпа роста выручки на 2,64 п.п. больше, чем компании с унитарными советами. Суммарный эффект кризиса для компаний с классифицированными советами составил -10,70 п.п., тогда как для компаний с унитарными советами – -8,11 п.п.



Рентабельность активов (ROA): среднее значение дифференциального эффекта составляет -0,57 п.п. (ДИ: [-0,92; -0,21]). Компании с классифицированными советами испытали падение ROA на 1,27 п.п., тогда как компании с унитарными советами – на 0,71 п.п. Разница в 0,57 п.п. является экономически существенной, учитывая, что средняя ROA в выборке составляет около 4,7%.

Коэффициент Price-to-Book: среднее значение дифференциального эффекта составляет -0,12 (ДИ: [-0,17; -0,07]). При этом обращает на себя внимание качественное различие в направлении эффекта кризиса между типами компаний. Для компаний с унитарными советами кризис ассоциировался с ростом P/B на 0,09 (возможно, отражая переоценку рынком перспектив быстро адаптирующихся компаний), тогда как для компаний с классифицированными советами – с незначимым снижением на 0,03.

Полученные результаты подтверждают Гипотезу 1 и согласуются с теорией организационной ригидности [15]. Стратегическая позиция, ассоциируемая с классифицированными советами, характеризуется недостаточной краткосрочной устойчивостью, необходимой для нивелирования системных шоков. Защита директоров от немедленного давления рынка, являющаяся преимуществом в стабильной среде, трансформируется в источник уязвимости при резком изменении внешних условий.

Данный вывод имеет важное практическое значение для корпоративного управления рисками. Компаниям с классифицированными советами следует уделять особое внимание развитию механизмов раннего предупреждения и антикризисного планирования, компенсирующих потенциально более медленную реакцию на внешние шоки.

Гипотеза 2 предсказывала более быстрое восстановление компаний с классифицированными советами, что должно отражаться в более низких показателях инерционности (персистентности) финансовых результатов. Результаты демонстрируют неоднородность эффектов по различным метрикам. Динамика выручки: Гипотеза H2 находит сильную эмпирическую поддержку. Коэффициент авторегрессии AR(1) для компаний с классифицированными советами статистически значимо ниже, чем для компаний с унитарными советами: 0,05 против 0,13. Разница составляет -0,08, а её 95%-й доверительный интервал [-0,12; -0,04] не включает ноль.

Экономическая интерпретация данного результата следующая. Коэффициент инерции 0,05 означает, что шоку темпа роста выручки в текущем периоде соответствует лишь 5% «переноса» в следующий период. Для компаний с унитарными советами этот показатель составляет 13%. Следовательно, после первоначального падения темпы роста выручки компаний с классифицированными советами возвращались к своему долгосрочному среднему значению значительно быстрее.

Рентабельность активов: значимых различий в скорости восстановления ROA не выявлено. Коэффициенты инерции практически идентичны для обоих типов компаний (0,77), а доверительный интервал разницы $[-0,02; 0,03]$ включает ноль. Это указывает на то, что механизмы, определяющие скорость восстановления рентабельности, не связаны со структурой совета директоров.

Рыночная оценка (P/B): для данной метрики обнаружен противоположный эффект. Коэффициент инерции для компаний с классифицированными советами значимо выше: 0,90 против 0,87 (разница 0,03; ДИ: $[0,01; 0,05]$). Это означает, что рыночная оценка таких компаний восстанавливалась медленнее, несмотря на более быстрое восстановление операционных показателей.

Результаты проверки Гипотезы 2 свидетельствуют о том, что стабильность классифицированного совета действительно способствует более быстрому восстановлению роста выручки. Отсутствие давления, требующего демонстрации немедленных радикальных мер, позволяет совету придерживаться последовательной стратегии восстановления. Это подтверждает тезис о том, что долгосрочная ориентация защищённого менеджмента [6; 7] может быть выгодна в фазе выхода из кризиса.

Дивергенция между бухгалтерскими показателями и рыночной оценкой. Ключевым результатом исследования является выявление разрыва между динамикой внутренних финансовых показателей и их восприятием фондовым рынком. Данная дивергенция проявляется в противоположных знаках различий по показателям роста выручки (более быстрое восстановление у компаний с классифицированными советами) и рыночной оценки (более медленное восстановление у тех же компаний).

Возникает закономерный вопрос: почему структура управления, способствующая быстрому восстановлению операционной деятельности, одновременно ассоциируется с замедленным восстановлением рыночных котировок? Мы полагаем, что данный феномен отражает фундаментальное расхождение между внутренними управленческими реалиями и внешним рыночным восприятием. С позиции внутренних управленческих процессов, стабильность классифицированного совета, по-видимому, эффективно используется менеджментом для восстановления позитивной динамики продаж. Последовательность стратегии, отсутствие метаний между краткосрочными инициативами, возможность реализации планов с более длинным горизонтом – все эти факторы способствуют восстановлению операционной деятельности.

Вместе с тем внешняя рыночная интерпретация данной стабильности оказывается иной. В контексте теории сигналов [19] и исследований восприятия корпоративного управления [20] участники рынка склонны рассматривать изоляцию совета как значимый фактор риска. В условиях повышенной неопределённости, характерной для кризисного периода,

инвесторы предъявляют повышенные требования к подотчётности менеджмента и прозрачности принимаемых решений.

Классифицированный совет, снижающий возможности акционеров влиять на состав совета и, соответственно, на стратегические решения, воспринимается как механизм, ограничивающий контроль. Даже если объективные показатели свидетельствуют о восстановлении, инвесторы могут дисконтировать стоимость таких компаний из-за опасений относительно качества будущих управленческих решений.

Данный вывод согласуется с результатами Larcker, Ormazabal и Taylor [20], показавших, что рыночная реакция на корпоративное управление не всегда соответствует фактическим последствиям для финансовых результатов. На развивающихся рынках, характеризующихся более слабой защитой прав миноритарных акционеров [21], этот эффект может усиливаться.

Практическое значение данного результата состоит в следующем. Компаниям с классифицированными советами, стремящимся к восстановлению рыночной капитализации в посткризисный период, может быть целесообразно усилить коммуникацию с инвесторами относительно антикризисной стратегии и её результатов. Прозрачность процесса принятия решений может частично компенсировать негативное восприятие структуры совета.

Заключение

Настоящее исследование было направлено на анализ влияния классифицированных советов директоров на финансовую устойчивость компании в условиях кризиса COVID-19. Результаты работы позволяют сделать ряд выводов, имеющих как теоретическое, так и практическое значение. Во-первых, установлено наличие динамического компромисса между краткосрочной финансовой устойчивостью и скоростью последующего восстановления. Компании с классифицированными советами демонстрируют более глубокое падение финансовых показателей в острой фазе кризиса. Данный результат подтверждает гипотезу о том, что стратегическая инерция, свойственная защищённым советам, снижает адаптивность компании к внезапным шокам.

Во-вторых, те же компании показывают более быстрое восстановление темпов роста выручки после первоначального шока. Стабильность совета создаёт условия для реализации последовательной стратегии восстановления без метаний между разрозненными краткосрочными инициативами. В-третьих, выявлен существенный разрыв между динамикой бухгалтерских финансовых показателей и рыночной оценкой. Несмотря на объективно более быстрое восстановление роста выручки, рыночная оценка компаний с классифицированными советами восстанавливалась медленнее. Данный феномен отражает расхождение между внутренними операционными реалиями и внешним рыночным восприятием: инвесторы склонны



дисконтировать стоимость компаний с механизмами, снижающими подотчётность менеджмента, даже при наличии позитивной динамики фундаментальных показателей.

Научная значимость исследования определяется несколькими обстоятельствами. Работа вносит вклад в развитие ситуационной теории корпоративных финансов, демонстрируя, что не существует универсально оптимальной структуры совета директоров. Её эффективность варьируется в зависимости от характеристик внешней среды и фазы экономического цикла. Исследование также расширяет понимание природы финансовой устойчивости за счёт её декомпозиции на два компонента – краткосрочную устойчивость и способность к восстановлению, – которые могут определяться различными факторами.

Практическая значимость работы состоит в следующем. Для инвесторов результаты указывают на необходимость дифференцированной оценки компаний с различной структурой совета в зависимости от фазы экономического цикла. В периоды стабильности и в фазе восстановления классифицированные советы могут быть ассоциированы с более последовательной стратегией. Однако в момент наступления кризиса такие компании могут испытывать более глубокое падение показателей. Для менеджмента компаний с классифицированными советами результаты указывают на важность развития механизмов раннего предупреждения и антикризисного планирования, способных компенсировать потенциально более медленную первичную реакцию на шоки. Кроме того, выявленный разрыв между операционными показателями и рыночной оценкой свидетельствует о целесообразности усиления коммуникации с инвесторами в посткризисный период.

Исследование имеет ограничение, которое определяет направления дальнейшей работы. Дизайн исследования не позволяет делать строгие каузальные выводы ввиду эндогенности выбора структуры совета. Будущие исследования могут использовать естественные эксперименты (законодательные изменения, обязывающие к раскрытию или изменению структуры совета) для получения более надёжных каузальных оценок.

Литература

1. Wenzel M., Stanske S., Lieberman M.B. Strategic responses to crisis // *Strategic Management Journal*. 2020. Vol. 42. P. S16–S27. <https://doi.org/10.1002/smj.3161>.
2. Bebchuk L.A., Cohen A. The costs of entrenched boards // *Journal of Financial Economics*. 2005. Vol. 78. № 2. P. 409–433. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.12.006>.



3. Gompers P., Ishii J., Metrick A. Corporate Governance and Equity Prices // *The Quarterly Journal of Economics*. 2003. Vol. 118. № 1. P. 107–156. <https://doi.org/10.1162/00335530360535162>.
4. Faleye O. Classified boards, firm value, and managerial entrenchment // *Journal of Financial Economics*. 2007. Vol. 83. № 2. P. 501–529. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.01.005>.
5. Jiraporn P., Liu Y. Capital Structure, Staggered Boards, and Firm Value // *Financial Analysts Journal*. 2008. Vol. 64. № 1. P. 49–60. <https://doi.org/10.2469/faj.v64.n1.7>.
6. Stein J.C. Takeover Threats and Managerial Myopia // *Journal of Political Economy*. 1988. Vol. 96. № 1. P. 61–80. <https://doi.org/10.1086/261524>.
7. Aghion P., Van Reenen J., Zingales L. Innovation and Institutional Ownership // *American Economic Review*. 2013. Vol. 103. № 1. P. 277–304. <https://doi.org/10.1257/aer.103.1.277>.
8. Cremers K.J.M., Litov L.P., Sepe S.M. Staggered boards and long-term firm value, revisited // *Journal of Financial Economics*. 2017. Vol. 126. № 2. P. 422–444. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2017.08.003>.
9. Amihud Y., Schmid M., Solomon S.D. Do Staggered Boards Matter for Firm Value? // *Journal of Applied Corporate Finance*. 2018. Vol. 30. № 4. P. 61–77. <https://doi.org/10.1111/jacf.12317>.
10. Rose M.J. Heterogeneous impacts of staggered boards by ownership concentration // *Journal of Corporate Finance*. 2009. Vol. 15. № 1. P. 113–128. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2008.09.008>.
11. Williams T.A., Gruber D.A., Sutcliffe K.M., Shepherd D.A., Zhao E.Y. Organizational Response to Adversity: Fusing Crisis Management and Resilience Research Streams // *Academy of Management Annals*. 2017. Vol. 11. № 2. P. 733–769. <https://doi.org/10.5465/annals.2015.0134>.
12. Ge W., Tanlu L., Zhang J.L. What are the consequences of board destaggering? // *Review of Accounting Studies*. 2016. Vol. 21. № 3. P. 808–858. <https://doi.org/10.1007/s11142-016-9362-2>.
13. Chintrakarn P., Jiraporn P., Tong S., Chatjuthamard P. Estimating the effect of entrenched boards on firm value using geographic identification // *Finance Research Letters*. 2015. Vol. 12. P. 109–116. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2014.11.002>.
14. Ding W., Levine R., Lin C., Xie W. Corporate immunity to the COVID-19 pandemic // *Journal of Financial Economics*. 2021. Vol. 141. № 2. P. 802–830. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.03.005>.
15. Gilbert C.G. Unbundling the Structure of Inertia: Resource Versus Routine Rigidity // *Academy of Management Journal*. 2005. Vol. 48. № 5. P. 741–763. <https://doi.org/10.5465/amj.2005.18803920>.

16. Bourgeois L.J. On the Measurement of Organizational Slack // The Academy of Management Review. 1981. Vol. 6. № 1. P. 29–39. <https://doi.org/10.2307/257138>.
17. Chu S.-H., Ren Y., Cai H., Xu Y., Bao S. Financial Slack, Operational Slack and Firm Performance during Episodes of Financial Crises // 2021 International Conference on Public Management and Intelligent Society (PMIS). 2021. P. 144–148. <https://doi.org/10.1109/PMIS52742.2021.00039>.
18. Gormley T.A., Matsa D.A. Playing it safe? Managerial preferences, risk, and agency conflicts // Journal of Financial Economics. 2016. Vol. 122. № 3. P. 431–455. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2016.08.002>.
19. Zajac E.J., Westphal J.D. The Social Construction of Market Value: Institutionalization and Learning Perspectives on Stock Market Reactions // American Sociological Review. 2004. Vol. 69. № 3. P. 433–457.
20. Larcker D.F., Ormazabal G., Taylor D.J. The market reaction to corporate governance regulation // Journal of Financial Economics. 2011. Vol. 101. № 2. P. 431–448. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.03.002>.
21. Муравьев А.А. О российской модели корпоративного управления: взгляд из 2017 года // Вопросы экономики. 2017. № 5. С. 80–97.
22. Kim Y., Park M.S., Wier B. Is Earnings Quality Associated with Corporate Social Responsibility? // The Accounting Review. 2012. Vol. 87. № 3. P. 761–796. <https://doi.org/10.2308/accr-10209>.
23. Sloan R.G. Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows about Future Earnings? // The Accounting Review. 1996. Vol. 71. № 3. P. 289–315.

References

1. Wenzel, M., Stanske, S., & Lieberman, M. B. (2020). Strategic responses to crisis. Strategic Management Journal, 42, S16–S27. <https://doi.org/10.1002/smj.3161> (In Eng.)
2. Bebchuk, L. A., & Cohen, A. (2005). The costs of entrenched boards. Journal of Financial Economics, 78(2), 409–433. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.12.006> (In Eng.)
3. Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. The Quarterly Journal of Economics, 118(1), 107–156. <https://doi.org/10.1162/00335530360535162> (In Eng.)
4. Faleye, O. (2007). Classified boards, firm value, and managerial entrenchment. Journal of Financial Economics, 83(2), 501–529. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.01.005> (In Eng.)
5. Jiraporn, P., & Liu, Y. (2008). Capital structure, staggered boards, and firm value. Financial Analysts Journal, 64(1), 49–60. <https://doi.org/10.2469/faj.v64.n1.7> (In Eng.)



6. Stein, J. C. (1988). Takeover threats and managerial myopia. *Journal of Political Economy*, 96(1), 61–80. <https://doi.org/10.1086/261524> (In Eng.)
7. Aghion, P., Van Reenen, J., & Zingales, L. (2013). Innovation and institutional ownership. *American Economic Review*, 103(1), 277–304. <https://doi.org/10.1257/aer.103.1.277> (In Eng.)
8. Cremers, K. J. M., Litov, L. P., & Sepe, S. M. (2017). Staggered boards and long-term firm value, revisited. *Journal of Financial Economics*, 126(2), 422–444. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2017.08.003> (In Eng.)
9. Amihud, Y., Schmid, M., & Solomon, S. D. (2018). Do staggered boards matter for firm value? *Journal of Applied Corporate Finance*, 30(4), 61–77. <https://doi.org/10.1111/jacf.12317> (In Eng.)
10. Rose, M. J. (2009). Heterogeneous impacts of staggered boards by ownership concentration. *Journal of Corporate Finance*, 15(1), 113–128. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2008.09.008> (In Eng.)
11. Williams, T. A., Gruber, D. A., Sutcliffe, K. M., Shepherd, D. A., & Zhao, E. Y. (2017). Organizational response to adversity: Fusing crisis management and resilience research streams. *Academy of Management Annals*, 11(2), 733–769. <https://doi.org/10.5465/annals.2015.0134> (In Eng.)
12. Ge, W., Tanlu, L., & Zhang, J. L. (2016). What are the consequences of board destaggering? *Review of Accounting Studies*, 21(3), 808–858. <https://doi.org/10.1007/s11142-016-9362-2> (In Eng.)
13. Chintrakarn, P., Jiraporn, P., Tong, S., & Chatjuthamard, P. (2015). Estimating the effect of entrenched boards on firm value using geographic identification. *Finance Research Letters*, 12, 109–116. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2014.11.002> (In Eng.)
14. Ding, W., Levine, R., Lin, C., & Xie, W. (2021). Corporate immunity to the COVID-19 pandemic. *Journal of Financial Economics*, 141(2), 802–830. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.03.005> (In Eng.)
15. Gilbert, C. G. (2005). Unbundling the structure of inertia: Resource versus routine rigidity. *Academy of Management Journal*, 48(5), 741–763. <https://doi.org/10.5465/amj.2005.18803920> (In Eng.)
16. Bourgeois, L. J. (1981). On the measurement of organizational slack. *Academy of Management Review*, 6(1), 29–39. <https://doi.org/10.2307/257138> (In Eng.)
17. Chu, S.-H., Ren, Y., Cai, H., Xu, Y., & Bao, S. (2021). Financial slack, operational slack and firm performance during episodes of financial crises. In 2021 International Conference on Public Management and Intelligent Society (PMIS) (pp. 144–148). <https://doi.org/10.1109/PMIS52742.2021.00039> (In Eng.)
18. Gormley, T. A., & Matsa, D. A. (2016). Playing it safe? Managerial preferences, risk, and agency conflicts. *Journal of Financial Economics*, 122(3), 431–455. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2016.08.002> (In Eng.)

19. Zajac, E. J., & Westphal, J. D. (2004). The social construction of market value: Institutionalization and learning perspectives on stock market reactions. *American Sociological Review*, 69(3), 433–457. (In Eng.)
20. Larcker, D. F., Ormazabal, G., & Taylor, D. J. (2011). The market reaction to corporate governance regulation. *Journal of Financial Economics*, 101(2), 431–448. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.03.002> (In Eng.)
21. Murav'ev, A. A. (2017). O rossiyskoy modeli korporativnogo upravleniya: vzglyad iz 2017 goda [On the Russian model of corporate governance: a view from 2017]. *Voprosy ekonomiki* [Economic Issues], 5, 80–97. (In Russ.)
22. Kim, Y., Park, M. S., & Wier, B. (2012). Is earnings quality associated with corporate social responsibility? *The Accounting Review*, 87(3), 761–796. <https://doi.org/10.2308/accr-10209> (In Eng.)
23. Sloan, R. G. (1996). Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings? *The Accounting Review*, 71(3), 289–315. (In Eng.)

© Витман Е.Д., 2026 г.

