ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКАЯ СТАТЬЯ
https://doi.org/10.31063/AlterEconomics/2026.23-2.5
УДК 336.647
JEL G24, G34, J16

CC BY 4.0
OPEN ACCESS

Гендерное разнообразие совета директоров и недооценка акций при IPO: эмпирический анализ китайских компаний[1]

Ольга В. АЛЕКСЕЕВА [1)], **Варвара В. НАЗАРОВА** [2)]
[1, 2)] Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», г. Санкт-Петербург, Российская Федерация

Для цитирования: Алексеева, О. В., Назарова, В. В. (2026). Гендерное разнообразие совета директоров и недооценка акций при IPO: эмпирический анализ китайских компаний. *AlterEconomics, 23*(2), 329–354. https://doi.org/10.31063/AlterEconomics/2026.23-2.5

Аннотация. Недооценка акций при первичном публичном размещении остается одной из наиболее устойчивых аномалий рынка капитала и особенно характерна для развивающихся рынков, где информационная асимметрия и неопределенность оценки эмитента выражены наиболее сильно. В статье исследуется связь между гендерным составом совета директоров и уровнем недооценки акций при IPO китайских компаний. Цель работы состоит в том, чтобы оценить, связано ли увеличение доли женщин в совете директоров со снижением недооценки акций, а также выявить возможный пороговый эффект, обусловленный достижением критической массы женщин, и установить, различается ли данный эффект в IT-секторе и в других отраслях. Эмпирическая база исследования включает 389 нефинансовых китайских компаний, осуществивших первичное публичное размещение акций класса A в 2023–2025 годах. В работе используются модели линейной регрессии с робастными стандартными ошибками, включая спецификации с переменными взаимодействия; для проверки устойчивости результатов применяется балансировка на основе энтропии. Результаты показывают, что увеличение доли женщин в совете директоров статистически значимо связано со снижением недооценки акций при IPO. Аналогичный вывод получен и для показателя критической массы: компании, в советах директоров которых доля женщин достигает 30 %, характеризуются более низкой доходностью акций в первый день торгов. Для компаний IT-сектора эта связь выражена слабее, тогда как для показателя критической массы статистически значимых различий между IT-компаниями и компаниями других отраслей не выявлено. Научный вклад статьи состоит в расширении исследований факторов недооценки IPO на материале современного китайского рынка и в сопоставлении линейного и порогового эффектов гендерного разнообразия совета директоров. К ограничениям работы относятся короткий временной горизонт анализа, использование преимущественно формальных характеристик совета директоров и сохраняющийся риск эндогенности.

Ключевые слова: первичное публичное размещение акций, недооценка IPO, совет директоров, гендерное разнообразие, критическая масса, корпоративное управление

[1] © Алексеева О. В., Назарова В. В. Текст. 2026.

RESEARCH ARTICLE

Board Gender Diversity and IPO Underpricing: An Empirical Analysis of Chinese Companies

Olga V. ALEKSEEVA [1)], **Varvara V. NAZAROVA** [2)]
[1, 2)] *National Research University "Higher School of Economics, St. Petersburg, Russian Federation*

For citation: Alekseeva, O. V., & Nazarova, V. V. (2026). Board Gender Diversity and IPO Underpricing: An Empirical Analysis of Chinese Companies. *AlterEconomics, 23*(2), 329–354. https://doi.org/10.31063/AlterEconomics/2026.23-2.5

Abstract. IPO underpricing remains one of the most persistent anomalies in capital markets and is particularly pronounced in emerging markets, where information asymmetry and valuation uncertainty are especially high. This article examines the relationship between board gender composition and the level of IPO underpricing among Chinese companies. The study aims to assess whether a higher share of women on the board of directors is associated with lower IPO underpricing, to identify a possible threshold effect related to the attainment of a critical mass of women directors, and to determine whether this effect differs between IT companies and firms in other industries. The empirical sample consists of 389 non-financial Chinese companies that conducted A-share initial public offerings in 2023–2025. The analysis is based on linear regression models with robust standard errors, including specifications with interaction terms; entropy balancing is used to test the robustness of the results. The findings show that an increase in the share of women on the board is statistically significantly associated with lower IPO underpricing. A similar result is obtained for the critical mass indicator: companies in which women account for at least 30 % of board members exhibit lower first-day stock returns. For IT companies, this relationship is weaker, whereas no statistically significant differences between IT companies and firms in other industries are found for the critical mass indicator. The article contributes to the literature by extending research on the determinants of IPO underpricing using evidence from the contemporary Chinese market and by comparing the linear and threshold effects of board gender diversity. The study is limited by the short time horizon, the use of predominantly formal board characteristics, and the remaining risk of endogeneity.

Keywords: initial public offering, IPO underpricing, board of directors, gender diversity, critical mass, corporate governance

1. Введение

Недооценка акций при первичном публичном размещении (IPO) является одним из наиболее устойчивых и широко обсуждаемых явлений на рынке капитала и традиционно объясняется информационной асимметрией между эмитентом и инвесторами, неопределённостью оценки компании и особенностями механизма размещения (Rock, 1986; Beatty & Ritter, 1986). С экономической точки зрения недооценка означает, что цена размещения устанавливается ниже уровня, по которому акции оцениваются рынком уже в первый день торгов, в результате чего часть потенциального капитала перераспределяется в пользу инвесторов вторичного рынка. Несмотря на значительный объём исследований, выявление факторов, определяющих степень недооценки IPO, сохраняет актуальность как в научном, так и в практическом отношении. Масштабы данного явления остаются существенными: на развитых рынках средняя доходность акций в первый день торгов обычно составляет около 6–12 % (Ritter, 2026), тогда как на развивающихся рынках она достигает 14–20 %[1], что подтверждает необходимость дальнейшего изучения факторов, влияющих на недооценку IPO.

[1] EY. (2024). *Global IPO Trends 2024*. Ernst & Young Global Limited. [Электронный ресурс]. https://www.ey.com/en_gl/insights/ipo/trends (дата обращения: 10.02.2026).

В последние годы всё большее внимание уделяется роли корпоративного управления в процессе ценообразования на первичном рынке. В условиях ограниченной информации о компании инвесторы ориентируются не только на финансовые показатели, но и на характеристики, позволяющие судить о качестве внутреннего контроля и прозрачности бизнеса. В этой связи особый интерес представляет гендерный состав совета директоров. Более высокая представленность женщин может быть связана с более эффективным мониторингом менеджмента и более качественным раскрытием информации, однако эмпирические результаты по влиянию гендерного разнообразия на параметры IPO остаются неоднозначными (Adams & Ferreira, 2009; Gul et al., 2011; Badru et al., 2018; Rau et al., 2024).

Цель настоящего исследования заключается в оценке взаимосвязи между гендерным составом совета директоров и уровнем недооценки акций при первичном публичном размещении на китайском рынке. В работе рассматриваются две меры гендерного разнообразия, а также проверяется, различается ли соответствующий эффект для компаний IT-сектора и компаний других отраслей. Эмпирический анализ основан на выборке китайских нефинансовых компаний, осуществивших IPO в 2023–2025 гг., и включает как базовые оценки моделей линейной регрессии, так и проверку устойчивости результатов с использованием балансировки на основе энтропии (*entropy balancing*).

Новизна статьи состоит в уточнении роли гендерного состава совета директоров как одного из факторов недооценки IPO на современном китайском рынке. Работа вносит вклад в литературу за счет сопоставления линейного и порогового эффектов женского представительства в совете директоров и оценки их отраслевой неоднородности.

Статья имеет следующую структуру: во втором разделе представлен обзор литературы и сформулированы исследовательские гипотезы. Далее описываются данные, переменные и эмпирическая стратегия. Затем приводятся результаты дескриптивного и регрессионного анализа, а также проверки их устойчивости. В заключении сформулированы основные выводы исследования.

2. Обзор литературы

Влияние гендерного состава совета директоров на параметры IPO может проявляться через несколько каналов. Более высокая представленность женщин в совете директоров, вероятно, способствует усилению контроля за действиями менеджмента и повышению качества обсуждения стратегических вопросов (Adams & Ferreira, 2009). Кроме того, более высокая доля женщин в совете директоров нередко связывается с более качественным раскрытием информации и большей прозрачностью корпоративной отчетности (Gul et al., 2011; Srinidhi et al., 2011). В рамках сигнальной теории (Spence, 1973) характеристики совета директоров могут рассматриваться инвесторами как наблюдаемые индикаторы качества корпоративного управления и институциональной зрелости компании (Certo et al., 2001; Filatotchev & Bishop, 2002), что способствует снижению информационной асимметрии и, как следствие, уменьшению недооценки IPO.

Российские исследования также показывают, что присутствие женщин в совете директоров может быть связано с более высокими результатами деятельности компаний. Так, И.В. Березинец и коллеги (2018) выявляют положительную связь между долей женщин в совете директоров и финансовой результативностью рос-

сийских компаний. Аналогично, Т. Гаранина и А. Муравьев (Garanina & Muravyev, 2021) в своей работе показывают, что гендерно разнообразные советы директоров связаны с более высокой рыночной стоимостью и прибыльностью, причём эффект особенно выражен при наличии нескольких женщин в совете.

Эмпирические результаты, однако, остаются неоднозначными. Ряд исследований выявляет отрицательную взаимосвязь между гендерным разнообразием в совете директоров и величиной недооценки в первый день торгов. Так, Б.О. Бадру и соавторы (Badru et al., 2018) на данных рынка Малайзии показывают, что присутствие женщин в совете директоров в период IPO может восприниматься инвесторами как позитивный сигнал качества эмитента. Схожие выводы получены в работе К.Х. Парк и Дж. Бьюн (Park & Byun, 2022) для рынка Южной Кореи, где более высокая представленность женщин в совете директоров сопровождается меньшей недооценкой акций и более высокой рыночной оценкой компании. Для развивающихся рынков в целом Д. Харджаянти и коллеги (Harjayanti et al., 2025) также показывают, что более высокая доля женщин в совете директоров может быть связана со снижением доходности акций в первый день торгов, если инвесторы интерпретируют её как признак более эффективного контроля и более высокого качества корпоративного управления. В отечественной литературе недооценка IPO также рассматривалась в контексте факторов информационной асимметрии, отраслевой принадлежности и характеристик размещения (Назарова, 2017; Галич, Мирзоян, 2025; Сегаль и др., 2025), однако гендерный состав совета директоров как возможный фактор недооценки акций ранее фактически не изучался.

В то же время в литературе представлено немало исследований, в которых получены противоположные либо статистически незначимые результаты. Так, К.Р. Ройтцел и К.А. Белсито (Reutzel & Belsito, 2015) на данных американского рынка IPO доказывают, что присутствие женщин в совете директоров может сопровождаться более высокой недооценкой акций при первичном публичном размещении. П.Р. Рау и соавторы (Rau et al., 2024) также выявляют положительную связь между гендерным составом совета и доходностью акций в первый день торгов. Вместе с тем в ряде исследований статистически значимая связь между гендерным разнообразием совета директоров и недооценкой IPO не подтверждается (Arora & Singh, 2020; Handa & Singh, 2015; McGuinness, 2018). Таким образом, один и тот же показатель может по-разному восприниматься рынком в зависимости от институционального контекста, состава инвесторов, отраслевой специфики и периода исследования. С учетом изложенного формулируется следующая гипотеза:

H1: Увеличение доли женщин в совете директоров связано со снижением недооценки акций при первичном публичном размещении.

Важно также учитывать отраслевые различия. В литературе по первичным публичным размещениям отмечается, что IT-компании характеризуются более высокой сложностью оценки, поскольку значительная часть их стоимости определяется ожиданиями относительно будущих проектов и нематериальных активов (Kim et al., 2008; Chang & Kwon, 2020). По этой причине недооценка акций при размещении в данном секторе, как правило, выше, а инвесторы в большей степени ориентируются на ожидания роста и общий рыночный настрой.

Этот вывод подтверждается и результатами А.А. Галич и А.Г. Мирзояна (2025), которые показывают, что технологические компании в среднем характеризуются

более высокой недооценкой IPO по сравнению с нетехнологическими компаниями. Авторы также отмечают, что для технологического сектора большую объяснительную силу имеют факторы, связанные с асимметрией информации, включая затраты на НИОКР и возраст компании, тогда как для нетехнологического сектора значимость факторов недооценки выражена слабее. В таких условиях влияние отдельных характеристик корпоративного управления, включая состав совета директоров, может проявляться менее отчётливо. Дополнительное значение имеет и специфика самого IT-сектора с точки зрения гендерной структуры занятости и управленческого представительства. Исследования показывают, что отрасли, связанные с наукой, технологиями, инженерией и математикой, относятся к числу наиболее гендерно сегрегированных сегментов рынка труда, где доля женщин существенно ниже, чем в большинстве других отраслей экономики (Thébaud, 2010; Adams, 2016). Это проявляется не только в технических и инженерных профессиях, но и на руководящих позициях в технологических компаниях. Подобная ситуация объясняется как структурными ограничениями карьерного продвижения, так и устойчивыми культурными представлениями о «мужском» характере технических и управленческих ролей (Tabassum & Nayak, 2021). Следовательно, сохраняющиеся гендерные стереотипы в отношении лидерства и технологических компетенций могут влиять и на то, как инвесторы воспринимают состав органов управления IT-компаний. Если в других секторах увеличение доли женщин в совете директоров может рассматриваться как заметный сигнал качества корпоративного управления, то в IT-секторе такой сигнал может быть менее выраженным. Это позволяет предположить, что влияние доли женщин в совете директоров на степень недооценки акций при первичном публичном размещении зависит от отраслевой принадлежности компании и в IT-секторе проявляется слабее, чем в остальных отраслях. Таким образом, формулируется следующая гипотеза:

H2: Влияние доли женщин в совете директоров на недооценку акций при первичном публичном размещении различается между компаниями IT-сектора и компаниями других отраслей; в IT-секторе данный эффект выражен слабее.

Наряду с предположением о линейном влиянии доли женщин в совете директоров, в литературе рассматривается и иной механизм — пороговый эффект, связанный с концепцией критической массы. Согласно этой концепции, влияние представителей меньшинства становится заметным лишь после достижения определённого уровня их присутствия в группе (Kanter, 1977a, 1977b). Применительно к советам директоров это означает, что значение может иметь не только сама доля женщин, но и то, достигнут ли такой уровень их представительства, при котором они способны реально влиять на обсуждение и принятие решений. Таким образом, линейный эффект роста доли женщин в совете директоров и пороговый эффект достижения критической массы следует рассматривать как две различные формы возможного воздействия гендерного состава совета директоров на параметры IPO.

Эмпирические исследования подтверждают наличие подобных пороговых эффектов. Так, М. Торкиа и коллеги (Torchia et al., 2011) говорят, что влияние женщин на стратегические решения становится заметным лишь после достижения определённого уровня их представительства в совете директоров. Ж. Йокс с соавторами (Joecks et al., 2012) также выявляют нелинейный характер связи между гендерным разнообразием и результатами деятельности ком-

паний. Схожие выводы представлены и в более поздних работах, где показано, что достижение критической массы женщин связано с более высоким качеством раскрытия информации и более эффективным корпоративным управлением (Wicker et al., 2020; Dey et al., 2025).

В контексте первичных публичных размещений это позволяет предположить, что для инвесторов более информативным может быть не просто рост доли женщин в совете директоров, а достижение такого уровня их представительства, при котором их участие становится действительно значимым. При относительно низкой доле женщин их влияние на обсуждение стратегических вопросов и контроль за деятельностью менеджмента может оставаться ограниченным, и в этом случае рынок может не воспринимать состав совета как существенный сигнал качества корпоративного управления. Напротив, достижение критической массы может свидетельствовать о реальном участии женщин в процессах мониторинга и принятия решений. Следовательно, снижение информационной асимметрии и недооценки акций при первичном публичном размещении может быть связано не только с увеличением доли женщин в совете директоров, но и с достижением критического уровня их представительства. С учётом этого формулируется следующая гипотеза:

H3: Наличие критической массы женщин в совете директоров связано с более низкой недооценкой акций при первичном публичном размещении.

Особый интерес представляет вопрос, зависит ли эффект критической массы женщин в совете директоров от отраслевой принадлежности компании. Хотя в технологическом секторе в целом можно ожидать ослабления влияния характеристик корпоративного управления, достижение критической массы женщин в совете директоров может представлять собой более сильный и универсальный сигнал для инвесторов, чем простое увеличение их доли. Так, исследования, посвящённые компаниям из научно-технологических (STEM) отраслей, показывают, что влияние гендерного разнообразия советов директоров в этих секторах носит нелинейный характер и становится заметным лишь после достижения определённого уровня женского представительства. В частности, К. Уайли и М. Монльор-Тормос (Wiley & Monllor-Tormos, 2018) демонстрируют в своей работе, что в компаниях STEM-секторов положительное влияние гендерного разнообразия на результаты деятельности проявляется именно после достижения критической массы женщин в совете директоров. При относительно низкой доле женщин их участие может оставаться ограниченным, тогда как достижение критического уровня способствует более эффективному мониторингу менеджмента и более разнообразному обсуждению стратегических решений.

Это позволяет предположить, что именно достижение критической массы женщин может выступать важным сигналом качества корпоративного управления для инвесторов независимо от отраслевой принадлежности компании. Следовательно, можно ожидать, что влияние критической массы женщин в совете директоров на недооценку акций будет одинаковым как для компаний IT-сектора, так и для компаний других отраслей.

H4: Эффект достижения критической массы женщин в совете директоров на недооценку акций при первичном публичном размещении не различается между компаниями IT-сектора и компаниями других отраслей.

3. Методология

3.1. Данные

В исследовании рассматривается влияние гендерного состава совета директоров на уровень недооценки первичных публичных размещений акций китайских компаний. В выборку включены нефинансовые организации, осуществившие размещение акций класса А в рамках регистрационной системы в период с 2023 по 2025 гг. Выбор рассматриваемого периода связан с завершением перехода к регистрационной системе размещения акций, а также с нормализацией рыночной ситуации после пандемии COVID-19. Это позволяет анализировать IPO в условиях относительно стабильной институциональной среды.

В качестве зависимой переменной в исследовании используется показатель недооценки акций при первичном публичном размещении. В соответствии с общепринятым подходом в литературе он рассчитывается как доходность акций в первый день торгов относительно цены размещения (1):

$$Underpr_i = \frac{Adj.Close\ Price_{i,1} - IPO\ Price_i}{IPO\ Price_i}, \quad (1)$$

где $IPO\ Price_i$ — цена размещения акций компании i, $Adj.Close\ Price_{i,1}$ — цена закрытия акций компании i в первый день биржевых торгов. Таким образом, положительное значение данного показателя означает, что рыночная цена акций после начала торгов превысила цену размещения, что интерпретируется как наличие недооценки. Чем выше значение показателя, тем больше разрыв между ценой размещения и рыночной оценкой компании в первый день торгов.

Выборка сформирована на основе данных базы WIND и включает 389 первичных публичных размещений. Данная база содержит подробную информацию о китайских публичных компаниях и широко используется в эмпирических исследованиях (Chang et al., 2025). Из первоначальной выборки были исключены отрасли, представленные менее чем пятью наблюдениями (всего 15 IPO), поскольку крайне малое число компаний в отдельных секторах может приводить к нестабильности оценок и искажению результатов анализа. Информация о составе совета директоров, в т. ч. о поле и национальности его членов, получена из карточек компаний в базе WIND. На основе этих данных были рассчитаны показатели, характеризующие структуру совета директоров, включая его размер, долю независимых директоров и долю женщин-директоров, а также средний стаж работы директора в совете директоров компании.

В целях проверки устойчивости результатов используется также альтернативная спецификация показателя гендерного разнообразия совета директоров. В качестве дополнительной меры вводится фиктивная переменная, отражающая наличие так называемой «критической массы» женщин в составе совета, определяемой как превышение доли женщин-директоров порогового значения в 30 % (Joecks et al., 2012; Wicker et al., 2020; Khatri, 2022; Dey et al., 2025). Использование пороговой переменной позволяет проверить, не обусловлены ли возможные эффекты лишь формальным присутствием одной-двух женщин в совете (эффект «токенизма»), а также установить, проявляется ли влияние гендерного состава только при достижении такого уровня представительства, который обеспечивает женщинам реальную возможность участвовать в процессе принятия решений (Torchia et

al., 2011; Yang & Konrad, 2024). Дополнительно в исследование включена характеристика структуры собственности, в частности доля крупнейшего акционера до размещения. Переменные, характеризующие финансовые показатели компании, а также структуру собственности и состав совета директоров, фиксируются на конец года, предшествующего проведению IPO. Такой подход соответствует устоявшейся практике в эмпирической литературе и основан на использовании информации, доступной участникам рынка до момента размещения, что обеспечивает корректную временную последовательность между объясняющими переменными и результатом (Butler et al., 2014).

Государственное участие в капитале компании определялось исходя из сведений о лице, осуществляющем фактический контроль. Следует учитывать, что в китайской институциональной среде контроль может реализовываться не только посредством владения контрольным пакетом акций, но и через косвенные механизмы. В связи с этим статус государственной компании устанавливался с учетом характера контролирующего лица, а не исключительно на основании размера принадлежащего ему пакета акций.

Непрерывные переменные были очищены от экстремальных значений с использованием процедуры винсоризации на уровне 1 % в каждом хвосте распределения, что позволило снизить влияние выбросов на результаты эконометрического анализа. В целом сформированный массив данных содержит подробную информацию о характеристиках советов директоров, структуре собственности и параметрах размещения, а также финансовых показателях деятельности компании, что обеспечивает возможность комплексной оценки влияния гендерного состава совета директоров на уровень недооценки IPO.

3.2. Эмпирическая стратегия

Цель эмпирической части данного исследования состоит в оценке связи между гендерным составом совета директоров и уровнем недооценки первичного публичного размещения акций. Поскольку исследование основано на кросс-секционных данных по компаниям Китая, вышедшим на рынок в 2023–2025 гг., в качестве базового инструмента оценки используется метод наименьших квадратов. Данный подход широко применяется в литературе по недооценке IPO, поскольку позволяет напрямую оценить взаимосвязь между недооценкой и характеристиками эмитента при одновременном контроле стандартного набора объясняющих переменных. Поскольку в кросс-секционных данных вероятно наличие гетероскедастичности, все оценки рассчитываются с использованием робастных стандартных ошибок.

В рамках проверки гипотез H1–H4 оцениваются четыре линейные спецификации. Во всех моделях зависимой переменной выступает показатель недооценки IPO компании *i*, а также включается единый набор контрольных переменных, отраслевые и годовые фиксированные эффекты. Различия между моделями касаются способа задания ключевой независимой переменной и проверки отраслевой неоднородности её эффекта.

Базовая спецификация модели линейной регрессии имеет следующий вид (2):

$$Underpr_i = \alpha + \beta \cdot G_i + \gamma \cdot X_i + IndustryFE + YearFE + \varepsilon_i, \quad (2)$$

где $Underpr_i$ — недооценка (доходность) в первых день торгов компании i, G_i — показатель гендерного состава совета директоров, X_i — вектор контрольных переменных, *IndustryFE* — отраслевые фиксированные эффекты, *YearFE* — годовые фиксированные эффекты, ε_i — случайный остаток.

В зависимости от способа измерения гендерного состава совета директоров оцениваются две базовые спецификации. В первой модели в качестве ключевой независимой переменной используется доля женщин в совете директоров (3):

$$Underpr_i = \alpha + \beta \cdot FemaleShare_i + \gamma \cdot X_i + IndustryFE + YearFE + \varepsilon_i. \quad (3)$$

Во второй модели вместо непрерывной меры используется фиктивная (дамми) переменная критической массы, принимающая значение 1, если доля женщин в совете директоров составляет не менее 30 %, и 0 в противном случае (4):

$$Underpr_i = \alpha + \beta \cdot CritMass_i + \gamma \cdot X_i + IndustryFE + YearFE + \varepsilon_i. \quad (4)$$

Таким образом, описанные выше модели позволяют сопоставить линейный эффект гендерного разнообразия и пороговый эффект, возникающий при достижении критического уровня женского представительства.

Для проверки возможных различий в эффекте гендерного состава совета директоров в зависимости от отраслевой принадлежности в модели вводятся переменные взаимодействия, отражающие совместное влияние гендерного состава совета директоров и принадлежности компании к IT-сектору.

В третьей модели в уравнение вводится переменная взаимодействия доли женщин в совете директоров с дамми-переменной принадлежности компании к IT-сектору (5):

$$Underpr_i = \alpha + \beta_1 \cdot FemaleShare_i + \beta_2 \cdot IT_i + \beta_3 \cdot (FemaleShare_i \times IT_i) + \\ + \gamma \cdot X_i + IndustryFE + YearFE + \varepsilon_i. \quad (5)$$

Наконец, в четвертой модели аналогичным образом оценивается взаимодействие между переменной критической массы и принадлежностью к IT-сектору (6):

$$Underpr_i = \alpha + \beta_1 \cdot CritMass_i + \beta_2 \cdot IT_i + \beta_3 \cdot (CritMass_i \times IT_i) + \gamma \cdot X_i + IndustryFE + YearFE + \varepsilon_i. \quad (6)$$

Такая последовательность спецификаций позволяет решить две задачи. Во-первых, она даёт возможность проверить, связан ли уровень недооценки IPO с гендерным составом совета директоров в среднем по выборке. Во-вторых, она позволяет установить, различается ли этот эффект между технологическими и нетехнологическими компаниями. При этом использование двух альтернативных мер, таких как доля женщин в составе совета директоров и индикатор критической массы, позволяет проверить, меняется ли величина эффекта по мере увеличения женского представительства в совете или значимое влияние проявляется главным образом после достижения определённого порогового уровня.

Вектор контрольных переменных формируется на базе основных факторов недооценки первичных публичных предложений акций, выделяемых в литературе (Butler et al., 2014; Rau et al., 2024; De Oliveira et al., 2023), и включает в себя четыре

основные группы факторов. Во-первых, контролируются параметры эмитента и размещения, а именно размер компании (*TotalAssets*), объём привлечённого капитала (*CapitalRaised*) и возраст фирмы (*FirmAge*). Эти показатели отражают масштаб бизнеса, степень его зрелости и объём доступной рынку информации. Во-вторых, учитываются финансовые характеристики компании, включая рентабельность активов (*ROA*), коэффициент финансового рычага (*Leverage*), расходы на НИОКР (*RDExpenses*). В-третьих, включаются рыночные факторы, в т. ч. доходность индекса SSE Composite за год, предшествующий IPO (*SSERet*), и логарифм оборота акций в первый день торгов (*Turnover*). Эти переменные позволяют учесть фазу рынка и краткосрочную интенсивность спроса. В-четвёртых, контролируются характеристики корпоративного управления и структуры собственности, в частности доля крупнейшего акционера (*MajorHold*), наличие или отсутствие государственного контроля (*SOE*), размер совета директоров (*BoardSize*), доля независимых директоров (*IndepShare*), а также дуальность генерального директора (*CEODuality*). Их включение необходимо для того, чтобы выделить непосредственный эффект гендерного состава совета директоров на фоне других характеристик корпоративного управления.

Вместе с тем, несмотря на включение широкого набора контрольных переменных, полученные оценки могут оставаться чувствительными к проблеме смещения, обусловленного самоотбором (self-selection bias). Уровень женского представительства в совете директоров может формироваться неслучайным образом, поскольку компании самостоятельно принимают решения о составе органов управления. Вследствие этого компании с более высокой долей женщин в совете директоров могут систематически отличаться от других фирм по ряду наблюдаемых и ненаблюдаемых характеристик (Chang et al., 2025; Ojeyinka et al., 2025). Эти особенности в свою очередь могут одновременно влиять и на структуру совета директоров, и на параметры первичного публичного размещения, включая величину недооценки акций. Следовательно, выявляемая статистическая связь между гендерным составом совета директоров и недооценкой акций может отражать не только влияние интересующей переменной, но и различия в характеристиках самих компаний (Adams & Ferreira, 2009; Carter et al., 2010).

В связи с этим в эмпирических исследованиях корпоративного управления всё шире применяются методы балансировки выборки, позволяющие сделать сравниваемые группы компаний более сопоставимыми по ключевым характеристикам. В настоящем исследовании для этой цели используется балансировка на основе энтропии (Hainmueller, 2012). В последние годы данный метод получил широкое распространение и в работах, посвящённых анализу влияния гендерного состава советов директоров на различные аспекты деятельности и результативности компаний (Wongsinhirun et al., 2023; Rau et al., 2024; Denlertchaikul et al., 2025). Применение этого подхода позволяет перевзвесить наблюдения таким образом, чтобы сравниваемые группы компаний были максимально близки по наблюдаемым характеристикам. В данной работе контрольная группа перевзвешивается так, чтобы по ключевым параметрам она стала сопоставимой с группой компаний, входящих в верхний квартиль распределения доли женщин в совете директоров. После этого на перевзвешенной выборке оцениваются те же регрессионные спецификации, что и в базовом анализе.

Эмпирический анализ построен в два этапа. На первом оцениваются базовые модели линейной регрессии на кросс-секционных данных с робастными стандартными

ошибками. На втором этапе для проверки устойчивости результатов применяется процедура балансировки на основе энтропии.

4. Результаты

4.1. Дескриптивный анализ

Описательная статистика переменных, используемых в регрессионном анализе, представлена в таблице 1. Как видно из данных таблицы, средняя недооценка в первый день торгов составляет 143,8 %, что в целом характерно для рынка Китая (Dong & Huang, 2022; Pan et al., 2023). Следует также отметить, что средняя доля женщин-директоров составляет 19,4 %, а средняя доля независимых директоров — 37,7 %. Роль генерального директора и председателя совета директоров исполняет один и тот же человек в 47,3 % компаний.

Таблица 1

Определение переменных и их описательная статистика

Table 1

Definition of Variables and Their Descriptive Statistics

Переменная	Описание	Среднее	Ст. откл.	Мин.	Макс.
Underpr	Недооценка (доходность) акции в первый день торгов	1,438	1,872	–0,161	12,111
CapitalRaised	Логарифм общего объёма привлечённого капитала в рамках IPO	20,242	0,931	18,313	22,656
Turnover	Логарифм оборота акций в первый день торгов	4,620	0,385	2,913	5,127
MajorHold	Доля крупнейшего акционера	44,688	18,486	11,980	92,830
FirmAge	Количество лет с момента основания фирмы до выхода на IPO	19,010	6,521	7,000	45,633
SOE	Дамми государственного контроля	0,087	0,283	0,000	1,000
IT	Дамми принадлежности к IT-сектору	0,306	0,461	0,000	1,000
TotalAssets	Размер фирмы (логарифм общей величины активов)	20,933	0,964	19,181	24,386
ROA	Рентабельность активов, %	11,100	6,911	–15,190	33,397
RDExpenses	Логарифм затрат на исследования и разработки	17,554	1,015	15,272	20,627
Leverage	Коэффициент финансового левериджа	0,405	0,178	0,081	0,829
BoardSize	Количество директоров в совете	8,057	1,525	5,000	15,000
CEODuality	Дамми дуальности генерального директора	0,473	0,500	0,000	1,000
IndepShare	Доля независимых директоров	0,377	0,086	0,273	1,000
FemaleShare	Доля женщин-директоров	0,192	0,143	0,000	0,600
CritMass	Дамми наличия критической массы (≥30 % женщин)	0,190	0,393	0,000	1,000
SSERet	Доходность индекса SSE Composite за год, предшествующий дате IPO	0,027	0,104	–0,135	0,367

Примечание: количество наблюдений составляет 389 компаний. Все фирменные финансовые показатели, а также характеристики структуры собственности и совета директоров приведены по состоянию на конец года, предшествующего проведению IPO. Переменные, характеризующие параметры размещения и динамику торгов, относятся к периоду проведения IPO.

Источник: сост. авторами.

Структура первоначальной доходности IPO на китайском рынке характеризуется выраженной асимметрией распределения доходностей в первый день торгов. Рисунок 1 демонстрирует, что подавляющее большинство размещений сопровождается положительной доходностью: для 87,1 % компаний зафиксирована недооценка. Полученные результаты согласуются с выводами предыдущих исследований и подтверждают устойчивый характер данного феномена на рынке акционерного капитала Китая.

Рисунок 2 показывает, что различия в средней доле женщин в советах директоров компаний с положительной и нулевой либо отрицательной первоначальной доходностью не являются устойчивыми по годам, хотя в 2024 г. наблюдается наиболее выраженный разрыв между группами. Важно отметить, что в 2025 г. в выборке отсутствуют размещения с нулевой или отрицательной первоначальной доходностью, в связи с чем на рисунке представлена только одна категория IPO.

Таблица 2 представляет средние значения доходности в первый день торгов, а также ключевых характеристик совета директоров в год, предшествующих выходу на IPO, в разрезе отраслей. Наибольший уровень недооценки наблюдается в отрасли производства сырья и материалов, тогда как наименьшее значение зафиксировано в отрасли производства товаров повседневного спроса. Средняя доля женщин в советах директоров варьируется в достаточно узком диапазоне от 18,1 % до 22,6 %. Более высокие значения характерны для компаний потребительского сектора и здравоохранения, тогда как более низкие — для промышленности и сырьевых отраслей. В целом межотраслевые различия по данному показателю умеренные.

Следует отметить, что достижение порога в 30 % женщин в составе совета директоров также чаще наблюдается в компаниях сектора здравоохранения. Размер

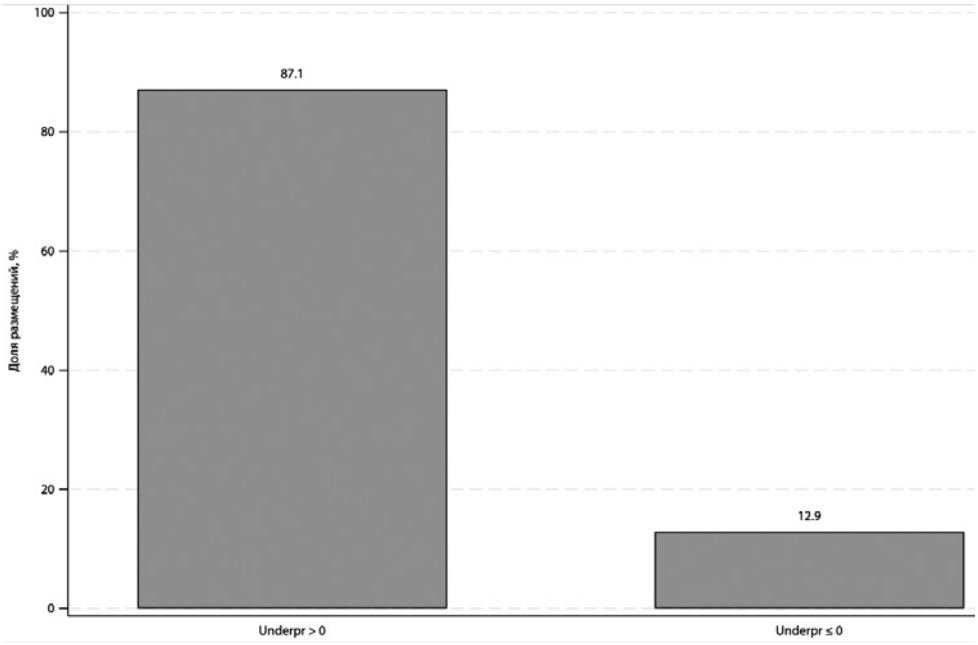


Рис. 1. *Распределение компаний по признаку недооценки акций в первый день торгов (источник: расчеты авторов)*

Fig. 1. *Distribution of Companies by the Presence of IPO Underpricing on the First Trading Day*

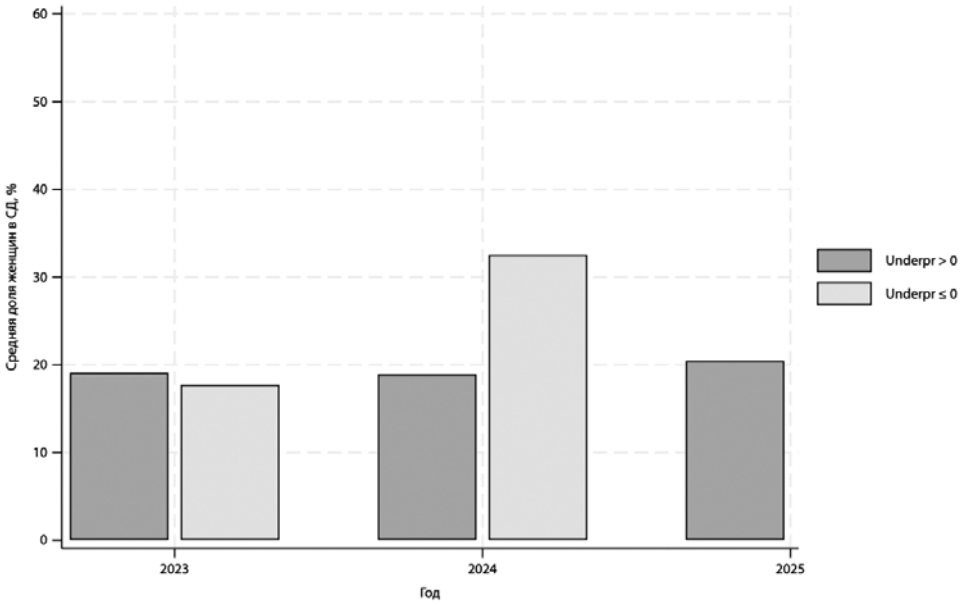


Рис. 2. *Средняя доля женщин в советах директоров компаний в зависимости от наличия недооценки акций при IPO в 2023–2025 гг. (источник: расчеты авторов)*
Fig. 2. *Average Proportion of Women on Corporate Boards Depending on the Presence of IPO Underpricing, 2023–2025*

Таблица 2

Средние значения показателей недооценки IPO и характеристик совета директоров по отраслям

Table 2

Mean Values of IPO Underpricing Measures and Board Characteristics by Industry

Отрасль	N	Underpr	Board Size	Indep Share	Female Share	Crit Mass	CEODuality
Consumer Discretionary	47	1.145	8.064	0.393	0.219	0.191	0.574
Consumer Staples	6	0.565	8.333	0.322	0.221	0.167	0.667
Health Care	27	1.304	8.259	0.371	0.226	0.296	0.556
Industrials	127	1.579	8.008	0.376	0.181	0.181	0.433
Information Technology	119	1.350	7.958	0.375	0.191	0.193	0.454
Materials	63	1.680	8.222	0.376	0.183	0.159	0.460
Итого	389	1.438	8.057	0.377	0.192	0.190	0.473

Источник: сост. авторами.

совета директоров колеблется от 8 до 8,3 чел., а доля независимых директоров — от 32,2 % до 39,3 %, что также свидетельствует об отсутствии существенной отраслевой дифференциации в структуре корпоративного управления.

4.2. Регрессионный анализ

Результаты оценки базовой регрессионной модели представлены в столбцах (1)-(4) таблицы 3. В спецификации (1) ключевой объясняющей переменной выступает доля женщин в совете директоров (*FemaleShare*). Полученная оценка

коэффициента отрицательна и статистически значима на уровне 1 %, что означает, что увеличение доли женщин в совете директоров связано со снижением степени недооценки акций при первичном публичном размещении. Иными словами, компании с более высоким уровнем гендерного разнообразия в совете директоров демонстрируют меньшую доходность акций в первый день торгов.

Дополнительный анализ представлен в модели (2), где в спецификацию включена переменная взаимодействия, позволяющая проверить, различается ли влияние гендерного разнообразия совета директоров в зависимости от отраслевой принадлежности компании. Полученные результаты показывают, что для компаний вне технологического сектора увеличение доли женщин в совете директоров связано со статистически значимым снижением недооценки акций при первичном публичном размещении. Положительный и статистически значимый коэффициент при переменной взаимодействия указывает на то, что в IT-компаниях данный эффект существенно ослабляется. Для компаний IT-сектора соответствующий предельный эффект определяется суммой коэффициентов при переменных *FemaleShare* и *FemaleShare* × *IT*. Проверка данной линейной комбинации коэффициентов, представленная в таблице 4, показывает, что суммарный эффект сохраняет отрицательный знак, однако статистически не отличается от нуля. Следовательно, для компаний IT-сектора нельзя утверждать о наличии статистически значимой связи между долей женщин в совете директоров и уровнем недооценки акций при первичном публичном размещении.

Таким образом, полученные результаты подтверждают гипотезу H2 о том, что влияние доли женщин в совете директоров на недооценку акций различается между IT-компаниями и компаниями других отраслей и в технологическом секторе оказывается существенно слабее.

Модели (3) и (4) позволяют перейти от оценки линейного влияния доли женщин в совете директоров к проверке гипотез о наличии порогового эффекта гендерного разнообразия. Для этой цели используется фиктивная переменная *CritMass*, принимающая значение 1 в случае, если доля женщин в совете директоров достигает 30 %. Полученные результаты свидетельствуют о наличии устойчивой отрицательной и статистически значимой связи между достижением критической массы и величиной недооценки акций при первичном публичном размещении. Следовательно, компании, в советах директоров которых представительство женщин достигает критического уровня, характеризуются более низкой степенью недооценки акций при размещении, что подтверждает гипотезу H3.

В модели (4) дополнительно учитывается взаимодействие *CritMass* × *IT*, что позволяет проверить, различается ли влияние достижения критической массы женщин в совете директоров в зависимости от отраслевой принадлежности компании. Отрицательный и статистически значимый коэффициент при переменной *CritMass* показывает, что для компаний вне технологического сектора достижение критической массы женщин в совете директоров связано со снижением недооценки акций при первичном публичном размещении. Коэффициент при переменной взаимодействия *CritMass* × *IT* положителен и статистически значим лишь на уровне 10 %, что указывает на ослабление данного эффекта в IT-компаниях, однако на стандартном 5 %-ном уровне статистической значимости различия между отраслевыми группами не подтверждаются.

Таблица 3

Результаты оценки базовых регрессионных моделей недооценки акций при первичном публичном размещении

Table 3

Results of Estimating the Baseline Regression Models of IPO Underpricing

Переменные	(1)	(2)	(3)	(4)
TotalAssets	0,198	0,171	0,185	0,154
	(0,153)	(0,152)	(0,156)	(0,160)
CapitalRaised	–0,865***	–0,853***	–0,859***	–0,837***
	(0,183)	(0,182)	(0,182)	(0,184)
RDExpenses	0,197*	0,204*	0,203*	0,203*
	(0,108)	(0,108)	(0,110)	(0,110)
Leverage	–0,352	–0,264	–0,329	–0,258
	(0,450)	(0,464)	(0,443)	(0,454)
FirmAge	–0,015	–0,014	–0,014	–0,012
	(0,010)	(0,010)	(0,010)	(0,010)
MajorHold	0,012**	0,012**	0,012**	0,012**
	(0,005)	(0,005)	(0,005)	(0,005)
SSERet	5,844***	5,932***	5,924***	5,929***
	(1,060)	(1,064)	(1,068)	(1,072)
Turnover	1,639***	1,608***	1,644***	1,618***
	(0,261)	(0,257)	(0,266)	(0,270)
ROA	–0,020**	–0,018**	–0,021**	–0,019**
	(0,009)	(0,009)	(0,009)	(0,009)
CEODuality	0,114	0,111	0,139	0,149
	(0,165)	(0,165)	(0,166)	(0,166)
IndepShare	0,179	0,201	0,116	0,142
	(0,784)	(0,804)	(0,730)	(0,732)
FemaleShare	–1,369***	–2,066***		
	(0,524)	(0,726)		
FemaleShare × IT		2,049**		
		(0,811)		
CritMass			–0,498***	–0,670***
			(0,158)	(0,199)
CritMass × IT				0,525*
				(0,318)
IT	–0,159	–0,545	–0,155	–0,247
	(0,305)	(0,382)	(0,309)	(0,308)
SOE	–0,132	–0,117	–0,085	–0,062
	(0,319)	(0,316)	(0,325)	(0,324)
BoardSize	0,087*	0,091*	0,099**	0,101**
	(0,049)	(0,049)	(0,049)	(0,049)
Industry FE	YES	YES	YES	YES
Year FE	YES	YES	YES	YES
N	389,000	389,000	389,000	389,000
Adj, R^2	0,458	0,464	0,458	0,461

Примечание: ***, ** и * обозначают статистическую значимость на уровнях 1 %, 5 % и 10 % соответственно. Робастные стандартные ошибки приведены в скобках.

Источник: сост. авторами.

Таблица 4

Проверка суммарных эффектов для компаний IT-сектора

Table 4

Test of the Combined Effects for IT-Sector Companies

Переменная	Оценка	Ст, ошибка	p-value
FemaleShare + FemaleShare × IT	–0,016	0,450	0,971
CritMass + CritMass × IT	–0,145	0,249	0,560

Примечание: в таблице представлены оценки суммарных эффектов для компаний IT-сектора, рассчитанные как линейные комбинации коэффициентов при переменных FemaleShare и FemaleShare × IT, а также CritMass и CritMass × IT на основе результатов базовых регрессионных моделей (табл. 3). Проверка гипотезы о равенстве суммарного эффекта нулю выполнена с использованием теста Вальда. В скобках приведены робастные стандартные ошибки.

Источник: сост. авторами.

Для компаний IT-сектора соответствующий предельный эффект определяется суммой коэффициентов при переменных CritMass и CritMass × IT. Проверка этой линейной комбинации коэффициентов, представленная в таблице 4, показывает, что суммарный эффект сохраняет отрицательный знак, однако статистически не отличается от нуля.

В совокупности полученные результаты свидетельствуют о том, что достижение критической массы женщин в совете директоров связано со снижением недооценки акций при первичном публичном размещении, однако различия данного эффекта между IT-компаниями и компаниями других отраслей не являются статистически значимыми на уровне 5 %. Таким образом, гипотеза H4 об отсутствии различий между отраслями в целом подтверждается, хотя наблюдаются признаки возможного ослабления эффекта в IT-секторе.

Для проверки устойчивости полученных результатов и снижения возможного влияния самоотбора была применена процедура балансировки на основе энтропии. Однако перед обсуждением результатов регрессионных оценок на перевзвешенной выборке целесообразно показать, насколько процедура балансировки на основе энтропии позволила выровнять сравниваемые группы компаний по наблюдаемым характеристикам. С этой целью в таблице 5 представлены средние значения ковариат для контрольной группы до и после перевзвешивания, а также для группы компаний с высоким уровнем женского представительства в совете директоров. Как видно из этой таблицы, после перевзвешивания средние значения всех включённых в анализ переменных в контрольной группе совпадают со значениями в группе сравнения, что свидетельствует о достижении требуемого баланса по наблюдаемым характеристикам.

Результаты оценивания на перевзвешенной выборке представлены в таблице 6 и в целом подтверждают основные выводы. В спецификациях (1) и (2) коэффициент при переменной *FemaleShare* остаётся отрицательным и статистически значимым на уровне 1 %, что указывает на сохранение выявленного эффекта даже после учёта различий в характеристиках компаний. Переменная взаимодействия *FemaleShare* × *IT* остаётся положительным и статистически значимым на уровне 5 %, что свидетельствует о сохранении отраслевых различий: в технологическом секторе влияние доли женщин в совете директоров на недооценку акций выражено слабее, чем в остальных отраслях.

Таблица 5

Средние значения ковариат в группах сравнения до и после балансировки на основе энтропии

Table 5

Mean Covariate Values in the Comparison Groups Before and After Entropy Balancing

Переменная	Control (до перевзвешивания)	Control (после перевзвешивания)	Группа с высоким представительством женщин
TotalAssets	20,948	20,870	20,870
CapitalRaised	20,253	20,196	20,196
RDExpenses	17,546	17,588	17,588
Leverage	0,404	0,408	0,408
FirmAge	18,959	19,231	19,231
MajorHold	44,338	46,175	46,175
SSERet	0,021	0,052	0,052
Turnover	4,625	4,597	4,597
ROA	11,109	11,062	11,062
CEODuality	0,460	0,527	0,527
IndepShare	0,378	0,372	0,372
SOE	0,083	0,108	0,108
IT	0,305	0,311	0,311
BoardSize	8,041	8,122	8,122

Примечание: в таблице представлены средние значения ковариат для контрольной группы до перевзвешивания, для контрольной группы после применения процедуры entropy balancing, а также для группы компаний с высоким уровнем женского представительства в совете директоров (верхний квартиль распределения доли женщин). После перевзвешивания средние значения ковариат в контрольной группе совпадают с соответствующими значениями в группе сравнения, что свидетельствует о достижении балансировки.

Источник: сост. авторами.

Использование переменной *CritMass* в моделях (3) и (4) приводит к сопоставимым результатам. Коэффициенты при данной переменной сохраняют отрицательный знак и остаются статистически значимыми на уровне 1 %, что подтверждает наличие отрицательной связи между достижением критической массы женщин в совете директоров и недооценкой акций. Вместе с тем, в отличие от базовых результатов, коэффициент при переменной взаимодействия *CritMass* × *IT* в модели (4) оказывается положительным, но статистически незначимым даже на уровне 10 %. Это означает, что после перевзвешивания выборки статистически значимые различия между IT-компаниями и компаниями других отраслей по эффекту критической массы не подтверждаются.

В совокупности результаты, полученные с использованием балансировки на основе энтропии, позволяют сделать два основных вывода. Во-первых, отрицательная связь между гендерным составом совета директоров и недооценкой акций сохраняется как при использовании непрерывной переменной, отражающей долю женщин, так и при использовании фиктивной переменной, отражающей достижение критической массы. Во-вторых, если для доли женщин отраслевые различия остаются статистически значимыми и после перевзвешивания, то для критической массы такая взаимосвязь на перевзвешенной выборке не получает подтверждения.

Таблица 6

Результаты оценивания базовых регрессионных моделей с использованием балансировки на основе энтропии

Table 6

Results of Estimating the Baseline Regression Models Using Entropy Balancing

Переменные	(1)	(2)	(3)	(4)
TotalAssets	0,358**	0,305**	0,346**	0,298**
	(0,146)	(0,146)	(0,152)	(0,149)
CapitalRaised	–0,786***	–0,755***	–0,793***	–0,762***
	(0,155)	(0,155)	(0,155)	(0,156)
RDExpenses	–0,024	–0,013	–0,015	–0,010
	(0,141)	(0,140)	(0,143)	(0,141)
Leverage	–0,713	–0,574	–0,684	–0,602
	(0,489)	(0,502)	(0,487)	(0,495)
FirmAge	–0,021*	–0,018*	–0,020*	–0,017
	(0,011)	(0,011)	(0,011)	(0,011)
MajorHold	0,012**	0,012**	0,012**	0,012**
	(0,005)	(0,005)	(0,005)	(0,005)
SSERet	4,834***	4,867***	5,011***	4,988***
	(1,206)	(1,202)	(1,240)	(1,248)
Turnover	1,518***	1,471***	1,503***	1,459***
	(0,252)	(0,251)	(0,254)	(0,257)
ROA	–0,021**	–0,019**	–0,021**	–0,020**
	(0,009)	(0,009)	(0,010)	(0,009)
CEODuality	–0,059	–0,034	–0,042	–0,028
	(0,163)	(0,165)	(0,165)	(0,165)
IndepShare	–0,793	–0,745	–0,759	–0,696
	(0,780)	(0,774)	(0,743)	(0,733)
FemaleShare	–1,735***	–2,347***		
	(0,485)	(0,685)		
FemaleShare × IT		1,874**		
		(0,826)		
CritMass			–0,487***	–0,626***
			(0,153)	(0,197)
CritMass × IT				0,436
				(0,290)
IT	0,217	–0,279	0,234	0,040
	(0,310)	(0,418)	(0,316)	(0,330)
SOE	–0,547**	–0,503*	–0,516*	–0,475*
	(0,275)	(0,278)	(0,282)	(0,282)
BoardSize	0,052	0,062	0,078	0,082
	(0,054)	(0,055)	(0,055)	(0,055)
Industry FE	YES	YES	YES	YES
Year FE	YES	YES	YES	YES
N	389,000	389,000	389,000	389,000
Adj, R^2	0,498	0,504	0,492	0,495

Примечание: оценки получены методом наименьших квадратов с использованием аналитических весов балансировки на основе энтропии. Группа контроля перевзвешена таким образом, чтобы совпадали первые моменты распределений ковариат с группой компаний, имеющих критическую массу женщин в совете директоров (⩾30 %). ***, ** и * обозначают статистическую значимость на уровнях 1 %, 5 % и 10 % соответственно. Робастные стандартные ошибки приведены в скобках.

Источник: сост. авторами.

5. Обсуждение результатов

Полученные результаты показывают, что гендерный состав совета директоров статистически значимо связан с недооценкой акций при IPO. Отрицательная связь между долей женщин в совете директоров и доходностью акций в первый день торгов позволяет предположить, что инвесторы рассматривают гендерное разнообразие как один из наблюдаемых признаков качества корпоративного управления. В условиях высокой информационной асимметрии, характерной для первичного размещения, такая характеристика может выполнять сигнальную функцию и способствовать снижению неопределенности в оценке эмитента. Полученные выводы в целом согласуются с рядом предыдущих исследований, в которых также выявлена отрицательная связь между представленностью женщин в совете директоров и недооценкой IPO (Badru et al., 2018; Park & Byun, 2022; Harjayanti et al., 2025).

Вместе с тем полученные результаты свидетельствуют о том, что влияние гендерного состава совета директоров на недооценку акций различается в зависимости от отраслевой принадлежности компании. Для компаний вне IT-сектора увеличение доли женщин в совете директоров статистически значимо связано со снижением недооценки акций, тогда как для технологических компаний данный эффект оказывается существенно слабее и статистически незначим. Таким образом, гипотеза H2 в целом подтверждается. Полученный результат позволяет предположить, что в случае IT-компаний характеристики совета директоров играют для инвесторов менее заметную роль, поскольку такие размещения обычно сопровождаются более высокой неопределенностью оценки, а рыночные ожидания в большей степени формируются под влиянием представлений о перспективах роста, инновационном потенциале и роли нематериальных активов (Kim et al., 2008; Chang & Kwon, 2020; Ma et al., 2022).

Полученные результаты также подтверждают наличие порогового эффекта гендерного разнообразия. Достижение критической массы женщин в совете директоров связано со снижением недооценки акций при IPO, что позволяет не отвергать гипотезу H3. Содержательно это означает, что для инвесторов может иметь значение не только сам рост доли женщин в составе совета, но и достижение такого уровня их представительства, при котором их участие перестаёт носить формальный характер. Данный вывод соответствует аргументам теории критической массы и согласуется с работами, в которых показано, что влияние женщин в совете директоров становится более заметным после достижения определённого порогового уровня представительства (Torchia et al., 2011; Joecks et al., 2012; Wicker et al., 2020; Dey et al., 2025).

Вместе с тем коэффициент при переменной взаимодействия, отражающей одновременное наличие критической массы женщин в совете директоров и принадлежность компании к IT-сектору, не позволяет сделать однозначный вывод о межотраслевых различиях данного эффекта. В базовой модели этот коэффициент имеет положительный знак и оказывается статистически значимым лишь на 10 %-ном уровне, что указывает лишь на слабые признаки того, что в технологических компаниях влияние критической массы женщин в совете директоров на недооценку акций может быть менее выраженным. Однако на общепринятом 5 %-ном уровне статистической значимости различия между IT-компаниями и компаниями других отраслей не подтверждаются. После применения балансировки на основе энтропии данный коэффициент сохраняет положительный знак, но утрачивает статистическую значимость и на 10 %-ном уровне. Следовательно, гипотеза H4 в целом

не отвергается. Это означает, что влияние достижения критической массы женщин в совете директоров на недооценку акций при IPO статистически значимо не различается между технологическими компаниями и компаниями других отраслей.

Проверка устойчивости результатов с использованием балансировки на основе энтропии имеет принципиальное значение для их интерпретации. Сохранение отрицательной связи между гендерным составом совета директоров и недооценкой IPO после перевзвешивания выборки показывает, что основные выводы не сводятся исключительно к различиям в наблюдаемых характеристиках компаний. В этом отношении результаты исследования согласуются с предыдущей литературой, в которой гендерное разнообразие советов директоров рассматривается как экономически значимая характеристика корпоративного управления, а не как формальный атрибут структуры совета (Adams & Ferreira, 2009; Gul et al., 2011; Rau et al., 2024).

6. Заключение

В работе исследована взаимосвязь между гендерным составом совета директоров и уровнем недооценки акций при первичном публичном размещении на китайском рынке. Результаты эмпирического анализа показывают, что более высокая доля женщин в совете директоров статистически значимо связана с меньшей недооценкой акций в первый день торгов. Этот результат сохраняется после включения широкого набора контрольных переменных и подтверждается в рамках проверки устойчивости с использованием балансировки на основе энтропии. Полученные оценки также указывают на наличие порогового эффекта, поскольку достижение критической массы женщин в совете директоров сопряжено с более низкой недооценкой акций при IPO. Тем самым можно заключить, что для инвесторов значение имеет не только само присутствие женщин в составе совета директоров, но и такой уровень их представительства, при котором оно может оказывать реальное влияние на обсуждение и принятие решений.

Вместе с тем проведенный анализ выявил отраслевую неоднородность рассматриваемых эффектов. Для компаний вне IT-сектора увеличение доли женщин в совете директоров связано со статистически значимым снижением недооценки акций, тогда как для технологических компаний аналогичная связь выражена слабее и не достигает статистической значимости. В случае показателя критической массы статистически значимых различий между IT-компаниями и компаниями других отраслей не обнаружено.

Практическая значимость исследования состоит в том, что его результаты могут быть учтены менеджментом и собственниками компаний при подготовке к выходу на рынок капитала. Полученные оценки показывают, что гендерный состав совета директоров может рассматриваться инвесторами как один из наблюдаемых сигналов, связанных с величиной недооценки акций и доходностью первого дня торгов. В этом смысле решения о формировании совета директоров следует рассматривать не только как элемент внутреннего корпоративного устройства, но и как часть подготовки компании к выходу на публичный рынок. Полученные выводы могут представлять интерес и для инвесторов, поскольку характеристики совета директоров способны содержать дополнительную информацию о качестве корпоративного управления в условиях ограниченной информации об эмитенте.

Несмотря на это, проведённое исследование имеет ряд ограничений. Во-первых, анализ основан на сравнительно коротком временном периоде, охватывающем IPO китайских компаний в 2023–2025 гг. Хотя выбор данного периода обусловлен институциональными изменениями, связанными с переходом к регистрационной системе размещения акций, более длительный временной горизонт мог бы позволить более полно оценить устойчивость выявленных закономерностей. Во-вторых, в исследовании используется информация о формальных характеристиках совета директоров, таких как доля женщин, достижение критической массы, размер совета и независимость директоров, однако не учитываются другие возможные различия, которые также могут влиять на эффективность работы совета. Наконец, несмотря на использование методов балансировки выборки, полностью исключить проблему эндогенности и самоотбора не представляется возможным.

В дальнейшем перспективным направлением исследований представляется расширение временного горизонта анализа, а также более детальное изучение качественных характеристик членов совета директоров, что позволит более полно оценить механизмы, через которые структура совета директоров может влиять на параметры первичного публичного размещения акций.

Список источников

Березинец, И. В., Гаранина, Т. А., Ильина, Ю. Б. (2018). Социальный капитал женщин — членов советов директоров и финансовая результативность компании: эмпирическое исследование. *Российский журнал менеджмента, 16* (3), 337–370. https://doi.org/10.21638/spbu18.2018.302

Галич, А. А., Мирзоян, А. Г. (2025). Факторы недооценки IPO: технологический и нетехнологический секторы через призму теорий асимметрии информации и сохранения контроля. *Финансы: теория и практика, 29* (3), 45–58. https://doi.org/10.26794/2587-5671-2025-29-3-45-58

Назарова, В. В. (2017). Факторный анализ недооценки российских компаний при первичном размещении акций. *Вестник Московского университета. Серия 6: Экономика,* (4), 29–51. https://doi.org/10.38050/01300105201742

Сегаль, А. Е., Галич, А. А., Мирзоян, А. Г. (2025). Российский рынок IPO: феномен недооценки. *Вопросы экономики,* (10), 104–130. https://doi.org/10.32609/0042-8736-2025-10-104-130

Adams, R. B. (2016). Women on Boards: The superheroes of Tomorrow? *The Leadership Quarterly, 27* (3), 371–386. https://doi.org/10.1016/j.leaqua.2015.11.001

Adams, R. B., & Ferreira, D. (2009). Women in the Boardroom and Their Impact on Governance and Performance. *Journal of Financial Economics, 94* (2), 291–309. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.10.007

Arora, N., & Singh, B. (2020). Do Female Directors Signal Indian SME IPOs Quality? Evidence from a Quantile Regression Approach. *Global Business Review, 24* (1), 185–205. https://doi.org/10.1177/0972150920911806

Badru, B. O., Ahmad-Zaluki, N. A., & Wan-Hussin, W. N. (2018). Women on Corporate Boards and Allocation of Capital Raised through IPOs. *Management Decision, 57* (3), 547–568. https://doi.org/10.1108/md-11-2017-1121

Beatty, R. P., & Ritter, J. R. (1986). Investment Banking, Reputation, and the Underpricing of Initial Public Offerings. *Journal of Financial Economics, 15* (1–2), 213–232. https://doi.org/10.1016/0304-405X(86)90055-3

Butler, A. W., Keefe, M. O., & Kieschnick, R. (2014). Robust Determinants of IPO Underpricing and Their Implications for IPO Research. *Journal of Corporate Finance, 27,* 367–383. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.06.002

Carter, D. A., D'Souza, F., Simkins, B. J., & Simpson, W. G. (2010). The Gender and Ethnic Diversity of US Boards and Board Committees and Firm Financial Performance. *Corporate Governance: An International Review, 18* (5), 396–414. https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2010.00809.x

Certo, S. T., Daily, C. M., & Dalton, D. R. (2001). Signaling Firm Value through Board Structure: An Investigation of Initial Public Offerings. *Entrepreneurship Theory and Practice, 26* (2), 33–50. https://doi.org/10.1177/104225870102600202

Chang, X., Huang, J., Wang, T., & Wang, Y. (2025). Board Gender Diversity and Strategic Change: Integrating Information and Social Categorization Perspectives. *Humanities and Social Sciences Communications, 12* (1). https://doi.org/10.1057/s41599-025-05930-5

Chang, Y. B., & Kwon, Y. (2020). Attention-Grabbing IPOs in Early Stages for IT Firms: An Empirical Analysis of Post-IPO Performance. *Journal of Business Research, 109,* 111–119. https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2019.10.061

De Oliveira, C. H. F., Rodrigues, C. L., & Jucá, M. N. (2023). Determinants of IPO's Underpricing: A Systematic Review. *Contemporary Economics, 17* (3), 252–274. https://doi.org/10.5709/ce.1897-9254.509

Denlertchaikul, N., Chatjuthamard, P., Ongsakul, V., Chintrakarn, P., & Jiraporn, P. (2025). The Role of Board Gender Diversity in Foreign Currency Hedging: A Text-Based Analysis. *Research in International Business and Finance, 77,* 102941. https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2025.102941

Dey, S. K., Dsouli, O., & Bassyouny, H. (2025). The impact of board gender diversity on narrative disclosure tone — Evidence from critical mass theory. *Journal of Accounting Literature,* 1–35. https://doi.org/10.1108/jal-03-2024-0054

Dong, Y., & Huang, J. (2022). Price Limits, Investor Sentiment, and Initial Public Offering Underpricing: A Quasi-Natural Experiment Based on ChiNext. *Emerging Markets Review, 51,* 100893. https://doi.org/10.1016/j.ememar.2022.100893

Filatotchev, I., & Bishop, K. (2002). Board Composition, Share Ownership, and 'Underpricing' of U.K. IPO Firms. *Strategic Management Journal, 23* (10), 941–955. https://doi.org/10.1002/smj.269

Gao, K., Wang, M., & Liu, J. (2024). Board Chair Gender, Glass Ceiling, and IPO Underpricing: Evidence from China. *International Review of Economics & Finance, 92,* 1152–1171. https://doi.org/10.1016/j.iref.2024.02.037

Garanina, T., & Muravyev, A. (2021). The Gender Composition of Corporate Boards and Firm Performance: Evidence from Russia. *Emerging Markets Review, 48,* 100772. https://doi.org/10.1016/j.ememar.2020.100772

Gul, F. A., Srinidhi, B., & Ng, A. (2011). Does Board Gender Diversity Improve the Informativeness of Stock Prices? *Journal of Accounting and Economics, 51* (3), 314–338. https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2011.01.005

Hainmueller, J. (2012). Entropy Balancing for Causal Effects: A Multivariate Reweighting Method to Produce Balanced Samples in Observational Studies. *Political Analysis, 20* (1), 25–46. https://doi.org/10.1093/pan/mpr025

Handa, R., & Singh, B. (2015). Women Directors and IPO Underpricing: Evidence from Indian Markets. *Gender in Management an International Journal, 30* (3), 186–205. https://doi.org/10.1108/gm-02-2014-0011

Harjayanti, D. R., Suherman, S., & Ahmad, G. N. (2025). Is Board Gender Diversity Considered a Signal of IPO Quality? Evidence from Indonesia. *Corporate Governance, 25* (5), 1055–1076. https://doi.org/10.1108/cg-02-2024-0073

Joecks, J., Pull, K., & Vetter, K. (2012). Gender Diversity in the Boardroom and Firm Performance: What exactly Constitutes a "Critical Mass"? *Journal of Business Ethics, 118* (1), 61–72. https://doi.org/10.1007/s10551-012-1553-6

Kanter, R. M. (1977a). Some Effects of Proportions on Group Life. *American Journal of Sociology, 82* (5), 965–990. https://doi.org/10.1086/226425

Kanter, R. M. (1977b). *Men and Women of the Corporation.* New York: Basic Books.

Kim, J., Pukthuanthong-Le, K., & Walker, T. (2008). Leverage and IPO Under-Pricing: High-Tech versus Low-Tech IPOs. *Management Decision, 46* (1), 106–130. https://doi.org/10.1108/00251740810846770

Ma, Y., Liu, G., & Qi, C. (2022). IPO Pricing, Investor Behavior, and IPO Underpricing of High-Tech Companies: Evidence from SSE STAR Market and Nasdaq Market. *Discrete Dynamics in Nature and Society, 2022* (1), 1711645. https://doi.org/10.1155/2022/1711645

McGuinness, P. B. (2018). IPO Firm Performance and Its Link with Board Officer Gender, Family-Ties and Other Demographics. *Journal of Business Ethics, 152* (2), 499–521. https://doi.org/10.1007/s10551-016-3295-3

Ojeyinka, T. A., Matemane, R., Moraka, N. V., & Molaoa, O. (2025). Can Board Gender Diversity Prevent corporate failure? Evidence from State-Owned Enterprises in an Emerging Economy. *Future Business Journal, 11* (1), 273. https://doi.org/10.1186/s43093-025-00694-5

Pan, W., Liu, Y., & Tao, L. (2023). The Impact of Economic Policy Uncertainty on IPO Underpricing: Evidence from China. *Finance Research Letters, 59,* 104810. https://doi.org/10.1016/j.frl.2023.104810

Park, K. H., & Byun, J. (2022). Board Diversity, IPO Underpricing, and Firm Value: Evidence from Korea. *Global Business & Finance Review, 27* (1), 65–82. https://doi.org/10.17549/gbfr.2022.27.1.65

Rau, P. R., Sandvik, J., & Vermaelen, T. (2024). IPO Price Formation and Board Gender Diversity. *Journal of Corporate Finance, 88,* 102629. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2024.102629

Reutzel, C. R., & Belsito, C. A. (2015). Female directors and IPO underpricing in the US. *International Journal of Gender and Entrepreneurship, 7* (1), 27–44. https://doi.org/10.1108/ijge-09-2013-0059

Ritter, J. R. (2026). *Initial Public Offerings: Underpricing.* University of Florida. [Электронный ресурс]. https://site.warrington.ufl.edu/ritter/ipo-data/ (дата обращения: 01.02.2026).

Rock, K. (1986). Why New Issues are Underpriced. *Journal of Financial Economics, 15* (1–2), 187–212. https://doi.org/10.1016/0304-405X(86)90054-1

Spence, M. (1973). Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics, 87* (3), 355–374. https://doi.org/10.2307/1882010

Srinidhi, B., Gul, F., & Tsui, J. (2011). Female Directors and Earnings Quality. *Contemporary Accounting Research, 28* (5), 1610–1644. https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2011.01071.x

Tabassum, N., & Nayak, B. S. (2021). Gender Stereotypes and Their Impact on Women's Career Progressions from a Managerial Perspective. *IIM Kozhikode Society & Management Review, 10* (2), 192–208. https://doi.org/10.1177/2277975220975513

Thébaud, S. (2010). Gender and Entrepreneurship as a Career Choice. *Social Psychology Quarterly, 73* (3), 288–304. https://doi.org/10.1177/0190272510377882

Torchia, M., Calabrò, A., & Huse, M. (2011). Women Directors on Corporate Boards: From Tokenism to Critical Mass. *Journal of Business Ethics, 102* (2), 299–317. https://doi.org/10.1007/s10551-011-0815-z

Wicker, P., Feiler, S., & Breuer, C. (2020). Board Gender Diversity, Critical Masses, and Organizational Problems of Non-Profit Sport Clubs. *European Sport Management Quarterly, 22* (2), 251–271. https://doi.org/10.1080/16184742.2020.1777453

Wiley, C., & Monllor-Tormos, M. (2018). Board Gender Diversity in the STEM&F Sectors: The Critical Mass Required to Drive Firm Performance. *Journal of Leadership & Organizational Studies, 25* (3), 290–308. https://doi.org/10.1177/1548051817750535

Wongsinhirun, N., Chatjuthamard, P., & Jiraporn, P. (2023). Corporate Culture and Board Gender Diversity: Evidence from Textual Analysis. *International Review of Financial Analysis, 86,* 102534. https://doi.org/10.1016/j.irfa.2023.102534

Yang, Y., & Konrad, A. M. (2024). Effects of Women on Corporate Boards: An Integrative Review from a Political Capital Perspective. *The Leadership Quarterly, 36* (1), 101841. https://doi.org/10.1016/j.leaqua.2024.101841

References

Adams, R. B. (2016). Women on Boards: The superheroes of Tomorrow? *The Leadership Quarterly, 27* (3), 371–386. https://doi.org/10.1016/j.leaqua.2015.11.001

Adams, R. B., & Ferreira, D. (2009). Women in the Boardroom and Their Impact on Governance and Performance. *Journal of Financial Economics, 94* (2), 291–309. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.10.007

Arora, N., & Singh, B. (2020). Do Female Directors Signal Indian SME IPOs Quality? Evidence from a Quantile Regression Approach. *Global Business Review, 24* (1), 185–205. https://doi.org/10.1177/0972150920911806

Badru, B. O., Ahmad-Zaluki, N. A., & Wan-Hussin, W. N. (2018). Women on Corporate Boards and Allocation of Capital Raised through IPOs. *Management Decision, 57* (3), 547–568. https://doi.org/10.1108/md-11-2017-1121

Beatty, R. P., & Ritter, J. R. (1986). Investment Banking, Reputation, and the Underpricing of Initial Public Offerings. *Journal of Financial Economics, 15* (1–2), 213–232. https://doi.org/10.1016/0304-405X(86)90055-3

Berezinets, I. V., Garanina, T. A., & Ilina, Yu. B. (2018). Social Capital of Women Directors and Financial Performance of a Company: Empirical Study. *Rossiyskiy zhurnal menedzhmenta [Russian Management Journal], 16* (3), 337–370. https://doi.org/10.21638/spbu18.2018.302 (In Russ.)

Butler, A. W., Keefe, M. O., & Kieschnick, R. (2014). Robust Determinants of IPO Underpricing and Their Implications for IPO Research. *Journal of Corporate Finance, 27,* 367–383. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.06.002

Carter, D. A., D'Souza, F., Simkins, B. J., & Simpson, W. G. (2010). The Gender and Ethnic Diversity of US Boards and Board Committees and Firm Financial Performance. *Corporate Governance: An International Review, 18* (5), 396–414. https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2010.00809.x

Certo, S. T., Daily, C. M., & Dalton, D. R. (2001). Signaling Firm Value through Board Structure: An Investigation of Initial Public Offerings. *Entrepreneurship Theory and Practice, 26* (2), 33–50. https://doi.org/10.1177/104225870102600202

Chang, X., Huang, J., Wang, T., & Wang, Y. (2025). Board Gender Diversity and Strategic Change: Integrating Information and Social Categorization Perspectives. *Humanities and Social Sciences Communications, 12* (1). https://doi.org/10.1057/s41599-025-05930-5

Chang, Y. B., & Kwon, Y. (2020). Attention-Grabbing IPOs in Early Stages for IT Firms: An Empirical Analysis of Post-IPO Performance. *Journal of Business Research, 109,* 111–119. https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2019.10.061

De Oliveira, C. H. F., Rodrigues, C. L., & Jucá, M. N. (2023). Determinants of IPO's Underpricing: A Systematic Review. *Contemporary Economics, 17* (3), 252–274. https://doi.org/10.5709/ce.1897-9254.509

Denlertchaikul, N., Chatjuthamard, P., Ongsakul, V., Chintrakarn, P., & Jiraporn, P. (2025). The Role of Board Gender Diversity in Foreign Currency Hedging: A Text-Based Analysis. *Research in International Business and Finance, 77,* 102941. https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2025.102941

Dey, S. K., Dsouli, O., & Bassyouny, H. (2025). The impact of board gender diversity on narrative disclosure tone — Evidence from critical mass theory. *Journal of Accounting Literature,* 1–35. https://doi.org/10.1108/jal-03-2024-0054

Dong, Y., & Huang, J. (2022). Price Limits, Investor Sentiment, and Initial Public Offering Underpricing: A Quasi-Natural Experiment Based on ChiNext. *Emerging Markets Review, 51,* 100893. https://doi.org/10.1016/j.ememar.2022.100893

Filatotchev, I., & Bishop, K. (2002). Board Composition, Share Ownership, and 'Underpricing' of U.K. IPO Firms. *Strategic Management Journal, 23* (10), 941–955. https://doi.org/10.1002/smj.269

Galich, A. A., & Mirzoyan, A. G. (2025). IPO Underpricing Factors: Technology and Non-Technology Sectors in Terms of Information Asymmetry and Retention of Control Theories. *Finansy: teoriya i praktika [Finance: Theory and Practice], 29* (3), 45–58. https://doi.org/10.26794/2587-5671-2025-29-3-45-58 (In Russ.)

Gao, K., Wang, M., & Liu, J. (2024). Board Chair Gender, Glass Ceiling, and IPO Underpricing: Evidence from China. *International Review of Economics & Finance, 92,* 1152–1171. https://doi.org/10.1016/j.iref.2024.02.037

Garanina, T., & Muravyev, A. (2021). The Gender Composition of Corporate Boards and Firm Performance: Evidence from Russia. *Emerging Markets Review, 48,* 100772. https://doi.org/10.1016/j.ememar.2020.100772

Gul, F. A., Srinidhi, B., & Ng, A. (2011). Does Board Gender Diversity Improve the Informativeness of Stock Prices? *Journal of Accounting and Economics, 51* (3), 314–338. https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2011.01.005

Hainmueller, J. (2012). Entropy Balancing for Causal Effects: A Multivariate Reweighting Method to Produce Balanced Samples in Observational Studies. *Political Analysis, 20* (1), 25–46. https://doi.org/10.1093/pan/mpr025

Handa, R., & Singh, B. (2015). Women Directors and IPO Underpricing: Evidence from Indian Markets. *Gender in Management an International Journal, 30* (3), 186–205. https://doi.org/10.1108/gm-02-2014-0011

Harjayanti, D. R., Suherman, S., & Ahmad, G. N. (2025). Is Board Gender Diversity Considered a Signal of IPO Quality? Evidence from Indonesia. *Corporate Governance, 25* (5), 1055–1076. https://doi.org/10.1108/cg-02-2024-0073

Joecks, J., Pull, K., & Vetter, K. (2012). Gender Diversity in the Boardroom and Firm Performance: What exactly Constitutes a "Critical Mass"? *Journal of Business Ethics, 118* (1), 61–72. https://doi.org/10.1007/s10551-012-1553-6

Kanter, R. M. (1977a). Some Effects of Proportions on Group Life. *American Journal of Sociology, 82* (5), 965–990. https://doi.org/10.1086/226425

Kanter, R. M. (1977b). *Men and Women of the Corporation.* New York: Basic Books.

Kim, J., Pukthuanthong-Le, K., & Walker, T. (2008). Leverage and IPO Under-Pricing: High-Tech versus Low-Tech IPOs. *Management Decision, 46* (1), 106–130. https://doi.org/10.1108/00251740810846770

Ma, Y., Liu, G., & Qi, C. (2022). IPO Pricing, Investor Behavior, and IPO Underpricing of High-Tech Companies: Evidence from SSE STAR Market and Nasdaq Market. *Discrete Dynamics in Nature and Society, 2022* (1), 1711645. https://doi.org/10.1155/2022/1711645

McGuinness, P. B. (2018). IPO Firm Performance and Its Link with Board Officer Gender, Family-Ties and Other Demographics. *Journal of Business Ethics, 152* (2), 499–521. https://doi.org/10.1007/s10551-016-3295-3

Nazarova, V. V. (2017). Factor analysis of underestimation of the Russian companies IPO. *Vestnik Moskovskogo universiteta. Seriya 6: Ekonomika [Moscow University Economics Bulletin],* (4), 29–51. https://doi.org/10.38050/01300105201742 (In Russ.)

Ojeyinka, T. A., Matemane, R., Moraka, N. V., & Molaoa, O. (2025). Can Board Gender Diversity Prevent corporate failure? Evidence from State-Owned Enterprises in an Emerging Economy. *Future Business Journal, 11* (1), 273. https://doi.org/10.1186/s43093-025-00694-5

Pan, W., Liu, Y., & Tao, L. (2023). The Impact of Economic Policy Uncertainty on IPO Underpricing: Evidence from China. *Finance Research Letters, 59,* 104810. https://doi.org/10.1016/j.frl.2023.104810

Park, K. H., & Byun, J. (2022). Board Diversity, IPO Underpricing, and Firm Value: Evidence from Korea. *Global Business & Finance Review, 27* (1), 65–82. https://doi.org/10.17549/gbfr.2022.27.1.65

Rau, P. R., Sandvik, J., & Vermaelen, T. (2024). IPO Price Formation and Board Gender Diversity. *Journal of Corporate Finance, 88,* 102629. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2024.102629

Reutzel, C. R., & Belsito, C. A. (2015). Female directors and IPO underpricing in the US. *International Journal of Gender and Entrepreneurship, 7* (1), 27–44. https://doi.org/10.1108/ijge-09-2013-0059

Ritter, J. R. (2026). *Initial Public Offerings: Underpricing.* University of Florida. https://site.warrington.ufl.edu/ritter/ipo-data/ (Date of access: 01.02.2026).

Rock, K. (1986). Why New Issues are Underpriced. *Journal of Financial Economics, 15* (1–2), 187–212. https://doi.org/10.1016/0304-405X(86)90054-1

Segal', A. E., Galich, A. A., & Mirzoyan, A. G. (2025). Russian IPO market: The Phenomenon of Underpricing. *Voprosy ekonomiki,* (10), 104–130. https://doi.org/10.32609/0042-8736-2025-10-104-130 (In Russ.)

Spence, M. (1973). Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics, 87* (3), 355–374. https://doi.org/10.2307/1882010

Srinidhi, B., Gul, F., & Tsui, J. (2011). Female Directors and Earnings Quality. *Contemporary Accounting Research, 28* (5), 1610–1644. https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2011.01071.x

Tabassum, N., & Nayak, B. S. (2021). Gender Stereotypes and Their Impact on Women's Career Progressions from a Managerial Perspective. *IIM Kozhikode Society & Management Review, 10* (2), 192–208. https://doi.org/10.1177/2277975220975513

Thébaud, S. (2010). Gender and Entrepreneurship as a Career Choice. *Social Psychology Quarterly, 73* (3), 288–304. https://doi.org/10.1177/0190272510377882

Torchia, M., Calabrò, A., & Huse, M. (2011). Women Directors on Corporate Boards: From Tokenism to Critical Mass. *Journal of Business Ethics, 102* (2), 299–317. https://doi.org/10.1007/s10551-011-0815-z

Wicker, P., Feiler, S., & Breuer, C. (2020). Board Gender Diversity, Critical Masses, and Organizational Problems of Non-Profit Sport Clubs. *European Sport Management Quarterly, 22* (2), 251–271. https://doi.org/10.1080/16184742.2020.1777453

Wiley, C., & Monllor-Tormos, M. (2018). Board Gender Diversity in the STEM&F Sectors: The Critical Mass Required to Drive Firm Performance. *Journal of Leadership & Organizational Studies, 25* (3), 290–308. https://doi.org/10.1177/1548051817750535

Wongsinhirun, N., Chatjuthamard, P., & Jiraporn, P. (2023). Corporate Culture and Board Gender Diversity: Evidence from Textual Analysis. *International Review of Financial Analysis, 86,* 102534. https://doi.org/10.1016/j.irfa.2023.102534

Yang, Y., & Konrad, A. M. (2024). Effects of Women on Corporate Boards: An Integrative Review from a Political Capital Perspective. *The Leadership Quarterly, 36* (1), 101841. https://doi.org/10.1016/j.leaqua.2024.101841

Информация об авторах

Алексеева Ольга Владимировна — преподаватель, аспирант департамента финансов СПбШЭиМ, Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики»; https://orcid.org/0009-0006-8937-8844 (Российская Федерация, 190008, г. Санкт-Петербург, ул. Кантемировская, д. 3А; e-mail: ovalekseeva@hse.ru).

Назарова Варвара Вадимовна — кандидат экономических наук, доцент департамента финансов СпбШЭиМ, Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики»; https://orcid.org/0000-0002-9127-1644 (Российская Федерация, 190008, г. Санкт-Петербург, ул. Кантемировская, д. 3А; e-mail: nvarvara@list.ru).

About the authors

Olga V. Alekseeva — Lecturer, Doctoral Student, Department of Finance, St. Petersburg School of Economics and Management, National Research University “Higher School of Economics”; https://orcid.org/0009-0006-8937-8844 (3A, Kantemirovskaya St., St. Petersburg, 190008, Russian Federation; e-mail: ovalekseeva@hse.ru).

Varvara V. Nazarova — Cand. Sci. (Econ.), Associate Professor, Department of Finance, St. Petersburg School of Economics and Management, National Research University “Higher School of Economics”; https://orcid.org/0000-0002-9127-1644 (3A, Kantemirovskaya St., St. Petersburg, 190008, Russian Federation; e-mail: nvarvara@list.ru).

Дата поступления рукописи: 23.03.2026.
Прошла рецензирование: 03.04.2026.
Принято решение о публикации: 30.04. 2026.
Received: 23 March 2026.
Reviewed: 03 Apr 2026.
Accepted: 30 Apr 2026.