Федеральное государственное бюджетное образовательное

учреждение высшего профессионального образования

Санкт-Петербургский государственный университет

Институт «Высшая школа менеджмента»

**Анализ реакции рынка на феномен занятого СЕО**

Выпускная квалификационная работа

студентки 4 курса бакалаврской программы, профиль – Финансовый менеджмент

**КОРОТКОВОЙ Екатерины Владимировны**

(подпись)

Научный руководитель

к.ф.-м.н., доцент кафедры финансов и учета

**БЕРЕЗИНЕЦ Ирина Владимировна**

(подпись)

Санкт-Петербург

2017

# ЗАЯВЛЕНИЕ О САМОСТОЯТЕЛЬНОМ ВЫПОЛНЕНИИ ВЫПУСКНОЙ КВАЛИФИКАЦИОННОЙ РАБОТЫ

Я, Короткова Екатерина Владимировна, студентка 4 курса направления 080200 «Менеджмент» (профиль подготовки – Финансовый менеджмент), заявляю, что в моей выпускной квалификационной работе на тему «Анализ реакции рынка на феномен занятого СЕО», представленной в службу обеспечения программ бакалавриата для последующей передачи в государственную аттестационную комиссию для публичной защиты, не содержится элементов плагиата. Все прямые заимствования из печатных и электронных источников, а также из защищённых ранее курсовых и выпускных квалификационных работ, кандидатских и докторских диссертаций имеют соответствующие ссылки.

Мне известно содержание п. 9.7.1 Правил обучения по основным образовательным программам высшего и среднего профессионального образования в СПбГУ о том, что «ВКР выполняется индивидуально каждым студентом под руководством назначенного ему научного руководителя», и п. 51 Устава федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего профессионального образования «Санкт-Петербургский государственный университет» о том, что «студент подлежит отчислению из Санкт-Петербургского университета за представление курсовой или выпускной квалификационной работы, выполненной другим лицом (лицами)».

\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_ (Подпись студента)

\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_ (Дата)

Оглавление

[Введение 4](#_Toc483235983)

[Глава 1. Занятость членов совета директоров и СЕО 8](#_Toc483235984)

[1.2 Понятие занятости и интерлокинга 8](#_Toc483235985)

[1.1 Объяснение роли занятости и интерлокинга с точки зрения социального капитала 13](#_Toc483235986)

[1.3 Обзор теоретических исследований занятости и интерлокинга 17](#_Toc483235987)

[Выводы по первой главе 21](#_Toc483235988)

[Глава 2. Результативность деятельности компании 23](#_Toc483235989)

[2.1. Показатели результативности и эффективности деятельности компании 23](#_Toc483235990)

[2.2. Обзор эмпирических исследований взаимосвязи занятости, интерлокинга CEO и результативности компаний 30](#_Toc483235991)

[2.3. Формулировка гипотез исследования 34](#_Toc483235992)

[Выводы по второй главе 35](#_Toc483235993)

[Глава 3. Исследование взаимосвязи занятости СЕО и рыночной стоимости компании 36](#_Toc483235994)

[3.1. Методология исследования 36](#_Toc483235995)

[3.2. Формирование выборки и описательная статистика переменных 38](#_Toc483235996)

[3.3. Эконометрический анализ 41](#_Toc483235997)

[3.4. Выводы по работе 46](#_Toc483235998)

[Заключение 48](#_Toc483235999)

[Список использованных источников 50](#_Toc483236000)

[Приложения 55](#_Toc483236001)

# Введение

В обстановке экономической неопределенности необходимо прогнозировать будущее, предвидя возможные изменения условий деятельности с помощью корпоративного управления, опережающего планирования и контроля. Современному корпоративному управлению публичными компаниями посвящено достаточное количество исследований современных экспертов в области корпоративного управления. Однако, одним из малоисследованных аспектов является взаимосвязь занятости СЕО и рыночной стоимости российских публичных компаний. В тоже время существуют отдельные исследования, результаты которых доказывали, что слишком высокая занятость и занятие большого числа дополнительных позиций негативно взаимосвязаны с результативностью деятельности компаний на развитых рынках. На развивающихся рынках, наоборот, многие исследования обнаруживают положительную взаимосвязь между занятостью и результативностью. Подобные различия можно объяснить национальными и институциональными особенностями, различиями в подходах к ведению бизнеса в разных странах. В Российской Федерации конкретных ограничений на число занимаемых позиций нет, также не проводились эмпирические исследования взаимосвязи занятости директоров и результативности публичных компаний

В каждой отрасли крупного бизнеса существует своя специфика менеджмента, поэтому в зависимости от сферы деятельности современные СЕО совершенно по-разному строят бизнес: индивидуальный подход предпочтителен всегда и в любой отрасли. У каждого СЕО свои представления о методах корпоративного управления, векторах развития, свои ценности, своя степень ответственности. Помимо того, современный СЕО является работником, выполняющим свою трудовую функцию, он, прежде всего, личность – многогранная, со своими особенностями и приоритетами. Далеко не всегда работа является только источником дохода для современного СЕО, это, прежде всего, возможность проявить себя, самореализоваться, привнести что-то новое, что-то улучшить в управляемой компании. Современный подход к структуре управления, тайм-менеджменту, формированию организационного подчинения и взаимодействия значительно отличается от традиционных представлений о процессе управления, когда преобладал жесткий контроль сверху, делался упор на разделение труда и специализацию, современная действительность требует все новых методов управления, вовлечения персонал в управления, сплочение команд и т.д.

Вопросы занятости СЕО рассматриваются в их взаимосвязи с результативностью компаний, т.к. в бизнесе профессионализм определяет эффективность, а эффективность является основным современным приоритетом публичных компаний. Опыт исследований говорит о том, что акционеры редко полностью передают бразды правления наемному менеджеру, а даже если и согласны не вмешиваться в операционную деятельность, то все равно уделяют стратегии пристальное внимание. Безусловно, при найме CEO, обычно ориентируются не исключительно на профессиональные качества кандидата, но и учитывают его современные возможности, одной из которых является занятость.

Для любого бизнеса, для любой публичной компании СЕО - это ключевой сотрудник и актив компании. Компания вознаграждает СЕО за его знания, компетенции, за умение брать на себя ответственность и обеспечивать операционную эффективность публичной компании. Дипломатичность, ясная коммуникация и стремление достигнуть наиболее выгодной позиции для своей компании будут лучшими векторами СЕО.

Актуальность темы исследования определяется:

* Слабой изученностью темы и необходимостью систематизации научных знаний в данной области;
* Возможностью решения практической задачи в области корпоративного управления публичными компаниями, которая до сих пор решалась не всегда эффективно;
* Тенденций усиления занятости СЕО в процессе развития публичных компаний, которые требуют осмысления с точки зрения человеческого потенциала и личных качеств;
* Необходимостью сформулировать еще одну адекватную точку зрения по вопросу корпоративного управления публичными компаниями современными СЕО;

Целью работы является выявление взаимосвязи между рыночной стоимостью компаний и занятостью СЕО.

Кроме того, целью исследования понятия «занятости СЕО» является необходимость получить дополнительную информацию при проведении научного исследования, выявить критерии и показатели для адекватной оценки исследуемого понятия.

Для достижения поставленной цели в работе были сформулированы следующие задачи:

* проанализировать понятие результативности компаний и подходы к ее измерению;
* на основе обзора имеющихся современных зарубежных и российских исследований систематизировать существующие подходы к измерению занятости СЕО;
* исследования: социальный капитал совета директоров, интерлокинг CEO; занятость СЕО, показатели результативности деятельности компании, рыночная стоимость компании;
* провести эмпирическое исследование, направленное на установление взаимосвязи между занятостью CEO и рыночной стоимостью российских публичных компании;
* проанализировать результаты эмпирического исследования, сделать выводы, дать практические рекомендации.

Объектом исследования являются российские публичные компании.

Предметом исследования является взаимосвязь между занятостью СЕО и рыночной стоимостью компании.

Структура работы повторяет логику выдвинутых задач и состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованной литературы и приложений.

Первая глава раскрывает понятие социального капитала, определяет его значимость для задач менеджмента и корпоративного управления. В первой главе дается разграничение понятиям занятости и интерлокинга. Занятость объясняется и раскрывается с точки зрения ресурсной теории и с точки зрения социального капитала. В главе представлен обзор работ, в которых используются разные подходы к оценке занятости и интерлокинга членов совета директоров и СЕО. Отдельный параграф главы посвящен обзору исследований взаимосвязи занятости и результатов деятельности компании.

Вторая глава содержит описание подходов к оценке результатов деятельности компании. Показатели результативности компании разделены на две группы: финансовые показатели, основанные на бухгалтерской отчетности и рыночные показатели, дающие оценку ценности компании. В ней дается обоснование выбора коэффициента Q Тобина и рыночной капитализации, показателей оценки результатов деятельности компании в данном исследовании. Отдельный параграф второй главы посвящен анализу исследований взаимосвязи занятости CEO и результативности компании, которая оценивается с помощью показателей обеих групп. На основании представленного обзора выдвигаются гипотезы данного исследования.

В третьей главе представляются результаты проведенного эмпирического исследования. Обосновывается методология исследования. Проводится регрессионный анализ, на основании которого делаются выводы и даются практические рекомендации.

Сформированная выборка состоит из 64 российских публичных компаний с лучшими практиками корпоративного управления.

Данные для исследования были собраны с использованием:

* базы данных СКРИН и СПАРК;
* официальные сайты компаний;

Также для выполнения работы были использованы российские и зарубежные статьи в периодических журналах, федеральные законы Российской Федерации, монографии по корпоративному управлению, интернет-источники. Статистический анализ был проведен с использованием пакета Stata.

Исследование обладает объективной научной новизной. Научная новизна исследования заключается в выявлении новых подходов и взглядов на оценку понятия «занятость CEO» и его взаимосвязи с результативностью.

Практическая значимость исследования заключается в проведении дальнейших научных исследований ив создании теоретической основы для разработки новых подходов к исследуемой проблеме. Данное исследование может быть основой для систематизации различных точек зрения и формирования собственной позиции по исследуемому вопросу, а также выработки предложений для уставов публичных компаний с целью формирования структуры совета директоров и назначения СЕО таким образом, чтобы она соответствовала стратегическим целям компании по формированию рыночной оценки ее деятельности.

# Глава 1. Занятость членов совета директоров и СЕО

В первой главе представлены подходы к пониманию занятости и интерлокинга. Проведен обзор существующих исследований, посвященных изучению интерлокинга, занятости членов совета директоров и генеральных директоров (СЕО).

## 1.2 Понятие занятости и интерлокинга

Социальный капитал – один из важнейших элементов экономических отношений и обменов, относящийся не к материальным ресурсам, которыми располагает субъект, а к его социальным связям, определяющим возможности совершения экономических транзакций, основываясь на взаимных ожиданиях, обязательствах и доверии. Использование термина «капитал» предполагает, что социальные связи, которыми располагает индивид, могут быть конвертированы в приобретение и увеличение других видов ресурсов, прежде всего, экономических.

Из определения социального капитала следует, что это явление универсально и характерно для любой социальной системы и любого контекста. Через призму теории социального капитала можно анализировать любые институты и типы социальных отношений: экономические, семейные, научные, политические и т.п. В силу кооперативной, социальной сущности организаций все их функционирование опосредуется социальными отношениями. Поэтому, какой бы формализованной не была организационная структура, экономическая деятельность и система трудовых отношений компаний, различия субъектов в объеме и структуре располагаемого капитала будут сказываться на внутрифирменных коммуникациях, распределении ресурсов, операционной эффективности, маркетинговых коммуникациях, принятии стратегических решений, микроклимате в трудовых коллективах.

Топ-менеджмент компаний также обладает различающимся социальным капиталом. Эти различия определяют разные возможности, которыми располагают руководители при решении тех или иных проблем и принятии решений. Социальный капитал руководителя может заключаться, в частности:

* в интенсивных и качественных связях с работниками, позволяющих осуществлять эффективное лидерство, мобилизовать рабочую силу, разрешать конфликты;
* в устойчивых связях с ключевыми руководителями, позволяющими быть в курсе дел компании и успешно задействовать механизмы оперативного управления;
* в хороших связях с собственниками, позволяющими своевременно узнавать о стратегических решениях и участвовать в их неформальной подготовке;
* в значимых внешних связях, в том числе с конкурентами, органами власти, ключевыми поставщиками или заказчиками, которые также могут иметь критическое значение для компании при определенном рыночном положении.

Одна из специфических разновидностей социального капитала топ-менеджмента компаний, привлекающая значительное внимание исследователей, это так называемая занятость и интерлокинг топ-менеджмента, прежде всего, членов совета директоров, главного исполнительного директора (CEO) и членов правления корпорации.

Здесь стоит разделить понятия интерлокинга и занятости. Согласно определению[[1]](#footnote-1), занятость обозначается как занятие членом совета директоров, в том числе и СЕО, 3 и более позиций в советах директоров других компаний. Интерлокинг СЕО предполагает участие СЕО из компании А в совете директоров компании В и наоборот: участие СЕО компании В в совете директоров компании А. Таким образом, можно рассматривать интерлокинг как частный случай занятости. Занятость и тем более интерлокинг обеспечивают более тесную связь между компаниями, нежели это предполагается рыночными отношениями.

Использование механизма занятости и интерлокинга связывается, прежде всего, с размерами компаний: чем крупнее компания, тем больше внешних связей ей нужно, чтобы контролировать окружение – стейкхолдеров компании.

К пониманию роли этих двух феноменов в деятельности компании можно подходить двояко. Более традиционный подход, сформировавшийся в рамках теории ресурсной зависимости (resource dependence theory), рассматривает занятость и интерлокинг как механизм кооптации, как форму межфирменных связей. В соответствии с этим подходом, занятость повышает ценность компании, потому что она:

* облегчает доступ к внешним ресурсам и обеспечивают поддержку стейкхолдеров;
* обеспечивает эффективное взаимодействие и обмен информацией с внешней средой;
* усиливает организационную легитимность компании[[2]](#footnote-2).

Второй подход рассматривает занятость и интерлокинг с точки зрения теории социального капитала, предполагая, что межфирменные связи обеспечиваются связями конкретных лиц, которые и обеспечивают доступ к ресурсам, внешнее взаимодействие и легитимируют компанию своей личной репутацией. Хотя во многих отношениях этот подход подобен теории ресурсной зависимости, он исходит из того, что разные лица обладают разным социальным капиталам, и это может напрямую сказываться на сущности данных феноменов и условиях, при которых компании имеет смысл прибегать к таким механизмам для решения своих проблем.

Применительно к корпоративному управлению С.Габбай и Р.Линдерс определяют социальный капитал как «материальные или виртуальные ресурсы, доступные для индивида в силу его социальных связей и обеспечивающих достижение цели»[[3]](#footnote-3). Социальный капитал директоров соответствует их роли в обеспечении доступа к ресурсам. Однако, в отличие от теории ресурсной зависимости, в данном случае предполагается, что доступность ресурсов зависит именно от личных связей директоров.

Социальный капитал имеет сложную, многомерную природу, в частности, Дж. Нахапье и С. Гошаль выделяют три вида социального капитала:

* структурный (характеризует фактические связи между лицами: знакомство друг с другом);
* реляционный (определяет содержание этих связей: доверяют ли друг другу лица, симпатизируют или, наоборот, относятся с недоверием);
* когнитивный (показывающий, в какой степени связанные лица разделяют общие представления и воззрения, или то, что можно назвать общей «ментальной схемой»)[[4]](#footnote-4).

С. Джонсони и др. выделяют следующие составляющие социального капитала директоров[[5]](#footnote-5):

1. Связи с другими компаниями – частным случаем которых является интерлокинг. Такого рода связи облегчают обмен информацией, причем в обе стороны, что может идти как на пользу, так и во вред компании. Они способствуют привлечению дополнительных знаний и компетенций, необходимых для принятия решений. Вместе с тем, такие связи могут быть полезными для CEO, но негативно сказываться на положении и благосостоянии акционеров.

2. Личные связи и аффилиации. Межличностные отношения, которыми располагают директора, влияют на их мотивацию, групповую динамику, они могут облегчать коммуникации, но вместе с тем снижать независимость и незаинтересованность при принятии решений. Личные связи между директорами и CEO могут влиять на экспертные и административные функции директоров, сказываясь на размерах вознаграждения CEO и политики в отношении его увольнения.

3. Социальный статус: репутация, престиж, ассоциированные с директором, выступают в качестве информационных сигналов для внешних акционеров компании. Исследования, в частности, показывают роль демографических характеристик и расово-этнической принадлежности директоров и CEO в отношении к ним со стороны акционеров, других директоров и определении степени их влиятельности[[6]](#footnote-6).

Такая сложная структура социального капитала делает нетривиальной задачу изучения его взаимосвязи с деятельностью компаний, поскольку в различных ситуациях в действие могут вступать разные виды социального капитала. Дополнительная сложность связана с тем, что в крупных корпорациях число внешних директоров может быть достаточно большим, по крайней мере, более одного, что значительно усложняет общую конфигурацию социальных связей и итоговый баланс сил и интересов. Необходимо также учитывать, что наличие структурного социального капитала само по себе не гарантирует наличия реляционного или когнитивного социального капитала применительно к данным директорам.

В изучении интерлокинга с точки зрения теории социального капитала рассматриваются, прежде всего, социальные связи, предполагающие простое знакомство, которые проще всего выявить в эмпирическом исследовании.

Одним из первых масштабных исследований занятости и интерлокинга, проведенного с позиции теории социального капитала, стала работа австралийских исследователей. Г.Николсон и коллеги сместили фокус внимания со связей между компаниями на связи между собственно директорами, проведя сравнительный анализ австралийских и американских социальных сетей занятости[[7]](#footnote-7).

Для выявления социальных связей членов совета директоров авторы использовали методологию анализа социальных сетей (Social Network Analysis), которая является развитием социометрии. Сетевой анализ исследует структурные особенности связей и потоков информации между узлами сети, в качестве которых могут выступать люди, группы, организации.

В данном случае, в качестве узлов сети выступали конкретные лица, входящие в советы директоров, нескольких компаний (занятые директора) и интерлокеры, т.е. СЕО и члены совета директоров, занимающие перекрестные директорские позиции по схеме интерлокинга.

Целью анализа было построить сетевой граф, включающий множество компаний и позволяющий определять длину пути – количество личных контактов, необходимых, чтобы связать одного директора, входящего в сеть, с другим. Среднее число длины пути в сети отражает ее связность (connectivity). Помимо связности, авторы используют и другой индикатор – частота путей для каждой отдельной дистанции (1, 2 и т.д.).

В исследовании предполагается, что ценность создается в том случае, если дистанция составляет 1 или 2 шага.

Для проведения сетевого анализа были изучены и проанализированы выборки на австралийском и американском рынках, каждая из которых включала 250 крупнейших компаний. Исследование показало, что социальная сеть в США включает в два раза больше директоров, чем в Австралии, что авторы связывают с большим средним размером советов директоров в США (13,2 против 8,0). Вместе с тем, среднее число позиций, занимаемых директорами, приблизительно одинаково и составляет 1,36 в Австралии и 1,33 в США.

Средняя длина пути в США оказалась меньше, чем в Австралии, несмотря на больший размер сети. В США также наблюдается гораздо большее число непосредственных контактов (17,8), чем в Австралии (10,3), общее число контактов 1 и 2 степени в США также оказалось значительно выше (148,4), чем в Австралии (63,3). То есть, американские директора с большей вероятностью знают друг друга даже несмотря на большие размеры американской сети.

Особый интерес представляют ситуации, когда в качестве неисполнительного члена СД компании выступает CEO другой компании, то есть, по сути, ключевая фигура в управлении. Во многих странах корпоративное законодательство требует присутствия независимых директоров в совете директоров компании. Считается, что это повышает защищенность миноритариев - собственников с небольшим числом акций.

Компании могут быть также заинтересованы в том, чтобы привлекать внешних CEO для повышения собственной репутации и демонстрации успешной деятельности своей компании. Вместе с тем, высказываются и сомнения в том, что приглашенные CEO всегда обеспечивают лучшее следование интересам акционеров[[8]](#footnote-8). Действительно, с точки зрения теории социального капитала можно предположить, что наличие личных связей, которые формально никак не отражены, могут мешать приглашенному CEO выполнять роль независимого директора, и даже напротив, способствовать продвижению интересов тех корпоративных игроков, которые обладают необходимыми личными связями с приглашенным CEO.

Подобные выводы становятся еще более очевидными в случае интерлокинга CEO, то есть, ситуации, при которой генеральный директор компании А находится в совете директоров компании B, а генеральный директор компании В – в совете директоров компании А. Наличие скрытых социальных связей между директорами в данном случае становится особенно вероятным, а их влияние на решения, принимаемые компаниями и результаты их деятельности требуют отдельного исследования.

Рассмотрим далее имеющиеся исследования, позволяющие судить о взаимосвязи результатов деятельности компаний и занятости, интерлокинга членов совета директоров в целом, и генеральных директоров, в особенности.

## 1.1 Объяснение роли занятости и интерлокинга с точки зрения социального капитала

Понятие социального капитала в настоящее время широко используется во многих науках, в том числе и в менеджменте. Хотя сам термин упоминался еще на начальном этапе развития менеджмента, его активное использование в современной трактовке принято связывать с работами Пьера Бурдье, посвященными различным формам капитала[[9]](#footnote-9). П. Бурдье выделяет три формы капитала, в зависимости от области, в которой он действует: экономический, культурный и социальный[[10]](#footnote-10).

Экономический капитал связан с правами собственности и непосредственно конвертируется в деньги. Культурный капитал связан, прежде всего, с образовательными квалификациями. Социальный капитал образован социальными обязательствами.

Более точно, социальный капитал определяется как «совокупность реальных или потенциальных ресурсов, связанных с обладанием устойчивой сетью более или менее институционализированных отношений взаимного знакомства и признания – иными словами, с членством в группе»[[11]](#footnote-11). Из этого определения следует, что конкретное содержание социального капитала может существенно варьироваться и основываться, например:

* на личных знакомствах;
* репутации в определенных кругах;
* родственных отношениях;
* общем образовательном опыте (например, выпускники элитного университета, чувствующие себя принадлежащими определенной группе»);
* принадлежности к определенной диаспоре;

и т.д.

С практической точки зрения, это означает, что при анализе социального капитала в конкретном социальном контексте, например, применительно к топ-менеджменту компаний, необходимо учитывать потенциальное разнообразие содержания социального капитала.

Понятие капитала предполагает не только возможность конвертации доступных ресурсов в другие ресурсы, но и количественный характер этих ресурсов. Применительно к социальному капиталу это означает, что его объем может различаться, в зависимости от размера сети социальных связей, которые могут быть мобилизованы для решения какой-либо задачи, а также от величины социального капитала тех, кто находится в узлах этой сети, то есть, лиц, с которыми связан данный индивид[[12]](#footnote-12). То есть, один влиятельный друг или покровитель может составлять больший объем социального капитала, чем множество малозначимых, невлиятельных контактов.

А.Портес, анализируя понятие социального капитала, называет в качестве других крупнейших теоретиков экономиста Глена Лори и социолога Джеймса Коулмена. Г.Лори анализировал понятие социального капитала с точки зрения проблемы неравенства возможностей и расовой дискриминации, которая является следствием меньшего числа и веса социальных связей, которыми располагают представители меньшинств. Дж. Коулмен рассматривает социальный капитал с точки зрения его функций, как «множество сущностей, имеющих две общие черты: они все состоят из определенных аспектов социальной структуры, и они облегчают определенные действия субъектов, как индивидуальных, так и коллективных, внутри этой структуры»[[13]](#footnote-13).

Таким образом, в теории менеджмента подчеркивается реляционный аспект социального капитала, связанный с сетями социальных связей. А.Портес, суммируя определения, предлагает рассматривать социальный капитал как «способность индивидуумов обеспечить выгоды за счет членства в социальных сетях или других социальных структурах»[[14]](#footnote-14).

В управленческой литературе понятие социального капитала также используется крайне широко, однако акцент, как правило, делается не столько на социальных связях как таковых, сколько на репутации внутри системы таковых связей, того, что принято называть гудвиллом (доверие, симпатия), который рассматривается как субстанция социального капитала[[15]](#footnote-15). Как и в социологии, социальный капитал рассматривается как функция от позиции, занимаемой субъектом в структуре социальных отношений, однако уточняется, что социальные отношения могут быть трех видов: рыночными, иерархическими, или социальными в узком смысле слова.[[16]](#footnote-16)

Больший интерес представляют социальные отношения, которые предполагают обмен благосклонностью и «дарами». Временной горизонт для ответного «дара» не определяется, однако его наличие считается обязательным.

Именно этот, последний вид социальных отношений, по мнению П.Адлера и С.-В. Квона и лежит в основе социального капитала. Авторы считают, что условия обменов подобного типа являются неявными, то есть, не прописанными в каких-то формальных договоренностях, в отличие от рыночного контракта или трудового договора, а сам обмен является симметричным, то есть, оказанная услуга должна компенсироваться аналогичной по значимости ответной услугой[[17]](#footnote-17).

Вместе с тем, есть основания полагать, что симметричность в формировании и использовании социального капитала не является общим правилом. Ярким примером обратного является китайская система гуаньси, являющаяся разновидностью социального капитала, широко используемого в экономической деятельности и управлении китайскими компаниями. Гуаньси – это система неформальных отношений, опора на который лежит в основе «бизнеса по-китайски». Гуаньси основана на традициях конфуцианства и является универсальным способом выстраивания как межличностных, так и межфирменных отношений. Согласно С.Парк и Й.Луо, в основе гуаньси лежат четыре принципа[[18]](#footnote-18):

1. Принцип транзитивности, согласно которому социальные связи между двумя лицами могут опосредоваться через третьих лиц и при этом сохранять свою эффективность («друг моего друга – мой друг»).

2. Принцип взаимности, предполагающий, что каждый дающий может рассчитывать на ответную услугу. Этот принцип предполагает доверие как связующий социальный механизм. Что еще более важно, гуаньси допускает, что взаимные услуги могут быть неравнозначны по своей ценности и могут связывать людей разного ранга. Например, в обмен на трудоустройство (большую услугу), скромный подарок может считаться вполне приемлемой формой ответного вознаграждения.

3. Принцип неосязаемости, то есть, отсутствие каких-либо формальных правил, регламентирующих обмен в рамках системы гуаньси. Однако незримость этих правил не лишает их действенности: несоответствие неявным правилам лишает человека репутации и ведет к «потере лица», которое в восточной культуре является очень серьезным наказанием.

4. Принцип утилитарности, подразумевающий прагматический характер установления неформальных связей. Это принцип ведет, в частности, к тому, что система гуаньси выстраивается рационально, в течение длительного времени, и необязательно предполагает близкие личностные, эмоциональные отношения.

Как можно видеть из этой характеристики, система гуаньси соответствует пониманию социального капитала, сложившегося в социологии и менеджменте. При этом, она основана на отношениях, которые включают в себя элементы того, что в работе П. Адлера и С.-В. Квона называется иерархическими отношениями, допускающими асимметричность обмена в социальных отношениях. Пример гуаньси также показывает, что в различных социокультурных средах может существовать различающиеся формы социального капитала, обращение которого может происходить по различающимся правилам. Очевидно, что система гуаньси не эквивалентна тому, что в российской деловой практике принято называть «связями». Аналогично, в арабской культуре неформальные социальные связи не менее важны, однако носят более личностный, эмоциональный характер. Эти различия также необходимо иметь в виду при анализе социального капитала на уровне топ-менеджмента компаний.

Таким образом, понятие социального капитала широко используется в социальных науках: социологии, экономике, менеджменте. Несмотря на различные акценты, которые разные исследователи расставляют в определении социального капитала, его сущность определяется способностью использовать потенциал социальных связей и личной репутации в достижении конкретных целей и решении проблем. Хотя содержание социального капитала может различаться, универсальность данного социального феномена делает его важным элементом системы принятия решений и экономических обменов на разных уровнях социально-экономической системы. Учитывая значимость решений, принимаемых на уровне топ-менеджмента корпораций, необходимо определить, какие особенности социального капитала в наибольшей мере важны для высшего руководства крупных коммерческих структур.

## 1.3 Обзор теоретических исследований занятости и интерлокинга

Попытки выявить характер и взаимосвязи занятости, интерлокинга директоров и рыночных показатели компаний предпринимались неоднократно, в различных странах.

Традиционно считается, что англосаксонские страны в наибольшей степени привержены модели корпоративного управления, гарантирующей независимость директоров и соответствие «лучшим практикам». Австралийские исследователи Г.Николсон и Дж.Кьель, в упомянутой ранее работе, провели исследование связи между составом директоров и рыночными показателями 348 крупнейших австралийских публичных корпораций[[19]](#footnote-19). В качестве отслеживаемых переменных выступали:

* размер компании (общие активы, выручка и рыночная капитализация);
* степень диверсификации (оцениваемая по числу видов экономической деятельности, указанных при регистрации и числу дочерних компаний, работающих в разных отраслях);
* показатели состава совета директоров (общее количество, соотношение внутренних и внешних директоров);
* число занятых директоров (число позиций, занимаемых членами совета директоров, в составе совета директоров 460 компаний, входивших в исходную базу данных);
* показатели рыночной эффективности компании: коэффициент Тобина (отношение рыночной стоимости компании к ее восстановительной стоимости) и рентабельность активов (ROA)

Статистический анализ данных показал, в частности, что число интерлоков (так обозначалось в работе число позиций, занимаемых членами совета директоров в советах директоров других компаний, т.е. занятость) положительно коррелирует с показателями размера компании, а также степенью ее диверсификации и размером совета директоров. Была выявлена слабая связь между количеством внешних директоров и коэффициентом Тобина, а также между количеством интерлоков и коэффициентом Тобина. Аналогичной связи с другим показателем эффективности – рентабельностью активов – выявлено не было. Дополнительно проведенный регрессионный анализ, учитывающий размеры компании, показал отсутствие связи между числом интерлоков и показателями деятельности компании (ROA). Таким образом, изначально выдвинутая гипотеза, основанная на теории ресурсной зависимости, согласно которой занятость облегчает доступ к внешним ресурсам и тем самым способствует росту показателей компании, не подтвердилась.

Действительно, с результатами компании должно быть связано не само наличие или отсутствие интерлоков, а содержание тех социальных связей, которые они выражают, а также персональные характеристики директоров, посредством которых осуществляется механизм занятости. Однако данное исследование в силу используемой методологии не способно отразить взаимосвязь занятости и показателей деятельности компании.

Аналогичное исследование было проведено в Новой Зеландии. Дж. Рудаки и М.Б.У.Буйян проанализировали данные от 276 новозеландских компаниях и 1783 членах советов директоров[[20]](#footnote-20). Используя регрессионный анализ, исследователи попытались выявить взаимосвязь занятости, интерлокинга и эффективности компаний, используя три показателя: рентабельность активов, рентабельность продаж, а также бинарный показатель, показывающий наличие либо отсутствие прибыли в отчетном финансовом году.

Для отслеживания занятости интерлокинга использовалось два показателя:

1.Присутствие члена совета директоров в совете директоров другой компании и наоборот, присутствие их члена СД в совете директоров «нашей» компании (интерлокинг директоров). В данном случае, числовой показатель интерлокинга соответствует общему количеству позиций, занимаемых членами совета директоров в составе советов директоров других компаний.

2.Количество компаний, в советах директоров которых присутствуют представители рассматриваемой компании (занятость совета директоров).

Результаты исследования показали высокую степень занятых директоров в новозеландских компаниях, а также их положительную связь с размерами компании и долей внешних директоров, что соответствует предыдущему исследованию.

Основной результат исследования заключается в выявлении обратной взаимосвязи занятости и интерлокинга (в обоих показателях, описанных выше) и рыночных показателей компании, измеренных как коэффициент Тобина. Исследование показало, что занятости и интерлокинг не способствует переносу «лучших практик», что считалось важным фактором корпоративного управления. Вместе с тем, в данном случае необходимо учитывать особенности законодательства Новой Зеландии, допускающие ситуации, когда директора, входящие в несколько советов директоров, могут попадать в аудиторские комиссии, что создает почву для конфликта интересов.

Результаты исследования занятости и интерлокинга противоречивы и разнятся в зависимости от рассматриваемых рынков. Так, отсутствие взаимосвязи наличия перекрестных директорских позиций (интерлокинга совета директоров) и результативности компании было продемонстрировано на примере китайских компаний – в условиях институциональных изменений[[21]](#footnote-21). С другой стороны, на большой выборке из более чем 3 тысяч американских компаний была продемонстрирована положительная связь интерлокинга совета директоров и СЕО и рыночной стоимости, измеренной как рыночной капитализация компании.[[22]](#footnote-22).

Сравнение роли занятости в американских и британских компаниях и его связи с оценкой инвесторами привлекательности компаний во время IPO показало значение институционального контекста[[23]](#footnote-23). Анализируя занятость трех типов директоров (внутренних, внешних и CEO), И.Филаточев и коллеги, в частности, установили положительную связь между занятостью внутренних и внешних директоров, с одной стороны, и внешними связями CEO, с другой. Авторы рассматривают эту связь как проявление механизма легитимации: связи CEO позволяют привлекать директоров со стороны. Причем связь эта оказалась выше в Великобритании, чем США, и приводила к более высокой оценке стоимости компаний при IPO. Тем самым было подтверждено значение странового контекста, а также, косвенно, роль социального капитала в восприятии компании со стороны инвесторов.

В одном из наиболее ранних исследований интерлокинга CEO, Дж. Вестфал и Э.Зажак, подвергли эмпирической проверке ряд гипотез, касающихся функционирования социальных сетей директоров в американских корпорациях[[24]](#footnote-24). Исследование подтвердило, в частности, важность отношений взаимности в оказании взаимной поддержки представителями корпоративных элит, направленной на усиление контроля советов со стороны CEO.

В исследовании занятости и интерлокинга CEO французских компаний, проведенном Х.-Ю. Ео, К.Поше и А.Алкуффом, была продемонстрирована положительная связь между занятостью CEO и показателями эффективности крупных компаний, измеренных через рентабельность активов[[25]](#footnote-25). Авторы полагают, что занятость усиливает тесноту связи компаний и увеличивает вероятность корпоративного сговора. Такая гипотеза соответствует теории социального капитала, которая предполагает, что неформальные связи позволяют принимать решения помимо формальных каналов и, возможно, несоответствующие требованиям регулятора. Вместе с тем, функционирование таких схем предполагает наличие определенной деловой культуры и институционального контекста, повышающего эффективность бизнес-систем, для которых прозрачность и независимость директоров и процедур принятия решений не является главным фактором, влияющим на эффективность.

В объяснении занятости интерлокинга исследователи прибегают к различным теориям, в частности: агентской теории, теории ресурсной зависимости (они облегчают доступ к ресурсам), институциональной теории (приглашение независимых директоров – это просто ответ компаний на требования регулятора и институциональные условия, а поэтому оно ничего не значит с точки зрения результатов компании). Результаты исследований зачастую показывают отсутствие значимости структуры совета директоров, либо же разнонаправленный эффект на разных рынках. Тем самым подготавливается почва для более глубокого изучения социального капитала директоров и CEO в рамках отношений занятости и интерлокинга.

В ряде исследований предпринята попытка установить зависимость между занятостью и показателями результативности компании.

Исследование роли директоров, являющихся CEO других компаний, было проведено Р.Фаленбрахом и коллегами на выборке из более чем 10 тысяч американских публичных компаний. Авторы предположили, что CEO «чужих компаний» в совете директоров будут способствовать операционной эффективности компаний вследствие своей компетенции и независимого мониторинга, будут снижать их эффективность, если являются знакомыми CEO данной компании, и не будут оказывать существенного влияния, если их роль сугубо формальна и вытекает из институциональных норм[[26]](#footnote-26). Проанализировав более 26 тысяч предложений о вхождении в состав директоров, авторы пришли, в частности, к заключению о справедливости «гипотезы приятеля» (buddy hypothesis), согласно которой CEO стремятся привлечь в советы директоров своих компаний других CEO, с которыми установлены прочные отношения и которые находятся с ними в отношении интерлокинга. Содержание анализа может быть интерпретировано соответствующим образом: с поведенческой точки зрения, они означают, что CEO стремятся обеспечить условия для укрепления своих позиций, задействуя потенциал своих связей с другими CEO в рамках сети взаимных обязательств и взаимной поддержки.

## Выводы по первой главе

Подводя итоги обзора существующей литературы по проблеме взаимосвязи занятости, интерлокинга и деятельность современных корпораций, можно сделать несколько предварительных выводов.

Теория социального капитала позволяет по-новому взглянуть на явление занятости директоров – ситуации, когда лицо, входящее в совет директоров компании, одновременно является членом совета директоров одной или более других компаний. Частным случаем занятости директоров является интерлокинг CEO, ситуация при которой генеральные директора двух компаний сидят в советах директоров друг у друга. Теория социального капитала, в отличие от большинства существующих подходов к изучению занятости и интерлокинга, требует рассматривать такие связи, прежде всего, как связи конкретных лиц, а не компаний.

Обладая значительным потенциалом, изучение данных феноменов сопряжено с целым рядом методологических проблем:

* существуют различные виды социального капитала – по той причине, что содержание социальных связей может существенно различаться и варьироваться от простого знакомства до близких дружеских отношений или общности политических, культурных или иных взглядов;
* являясь неосязаемыми, последствия занятости и интерлокинга зачастую невидимы для внешнего наблюдения: реконструировать содержание социальных связей, выходящих за рамки простого совместного участия в заседаниях советов директоров, является методологически сложной и ресурсоемкой задачей;
* при изучении в корпоративном управлении необходимо учитывать социокультурный и институциональный контекст, который является важным опосредующим фактором, связанным с такими локальными особенностями как действующее корпоративное законодательство и практика его соблюдения, культурные нормы, определяющие специфику и допустимые формы мобилизации социальных связей в деловом контексте, величина рынка рабочей силы квалифицированных директоров, образовательный опыт руководителей корпораций, интенсивность международного участия в корпоративном управлении, особенности различных отраслей и т.д.;
* при определении связи с результативностью компании необходимо также учитывать существование различных финансовых и рыночных показателей, которые могут использоваться для данной цели и которые могут приводить к различным результатам.

К настоящему времени в различных странах был проведен целый ряд исследований, отслеживающих взаимосвязь занятости, интерлокинга и результативности компании. Однако обобщение данных результатов в настоящее время затруднительно, поскольку они зачастую дают противоречивые результаты, что может отражать недостаток внимания к содержанию связей конкретных лиц, занимающих позиции в советах директоров. Небольшое число исследований, посвященных роли занятости, интерлокинга CEO, также показывают его разнонаправленную связь с показателями компании в различных страновых контекстах. Это делает актуальным исследование занятости, интерлокинга CEO и его взаимосвязь с деятельностью компании, на новых наборах данных, в частности, на примере российских компаний.

# Глава 2. Результативность деятельности компании

В второй главе представлены две основные группы показателей результативности деятельности компании: финансовые и рыночные. Сделан выбор показателей для целей дальнейшего эмпирического исследования, выдвинуты гипотезу исследования.

## 2.1. Показатели результативности и эффективности деятельности компании

При оценке связи различных факторов с экономическими результатами и рыночным положением компании необходимо выявить конкретные меры, позволяющие сравнивать разные компании из разных отраслей. Непосредственно деятельность компании характеризуют показатели результативности и эффективности. Некоторые авторы рассматривают результативность как один из аспектов эффективности, другие ставят знак равенства между ними[[27]](#footnote-27). Зачастую эти понятия смешиваются, особенно в отечественной литературе. Это проявляется в том, что англоязычный термин *performance*, который, как правило, используется при изучении взаимосвязи различных факторов (в том числе занятости и интерлокинга) и деятельности компании, часто переводится именно как эффективность. Например, современная концепция, широко внедряемая, в том числе в российских компаниях, KPI (key performance indicators), часто переводится именно как «ключевые показатели эффективности». Однако более точный перевод термина *performance* – это именно «результативность», поскольку он относится к результатам деятельности компании как таковым, тогда как «эффективность» является более сложным и неоднозначным понятием.

Понятия результативности и эффективности разводятся, в частности, в современных международных стандартах серии ISO 9000. При этом основное внимание в них уделено именно оценке результативности (performance), которая определяется как «способность достигать что-либо» (the ability to achieve something) и как собственно достижение, результат (achievement)[[28]](#footnote-28).

В российском стандарте серии ИСО 9000 результативность определяется как «степень реализации запланированной деятельности и достижения запланированных результатов», а эффективность – как «связь между достигнутым результатом и использованными ресурсами»[[29]](#footnote-29). Определение результативности несколько отличается от значения англоязычного термина *performance*, поскольку вводит элемент относительности, сравнимости результатов с запланированными показателями. Однако в целом, такое определение соответствует современным подходам, при которых результативность компании связывается с ее способностью достигать цели и удовлетворять интересы заинтересованных сторон[[30]](#footnote-30). При определении же эффективности результаты соотносятся не с целями, а с затратами, ресурсами, направленными на достижение этих целей и получение результата.

Терминологическая путаница, однако, характерна не только для российской, но и для англоязычной научной и деловой литературы. Это касается, в частности, сложностей при использовании термина *performance*.

Так, в статье С. Чета Миллера, Н. Уошборна и У. Глика указывается, что термин *performance* (результативность), несмотря на то, что очень широко используется, не отвечает требованиям научной строгости. Авторы называют три основных подхода к его использованию:

1. Результативность как неявный (латентный) многомерный конструкт. Этот подход используется в большинстве исследований. Он предполагает использование результативности как некоторого абстрактного многомерного понятия, обобщающего различные измерения результативности, такие как рентабельность активов или рост продаж.

2. Результативность как набор слабо связанных конструктов. Отдельные аспекты результативности рассматриваются как относительно независимые.

3. Результативность как агрегированный конструкт, являющийся следствием обобщения отдельных измерений, как правило, на основе математического комбинирования разных измерений[[31]](#footnote-31).

При этом, как отмечают авторы, проведя анализ нескольких сот работ, посвященных результативности, только 34% исследований являются внутренне согласованными, тогда как в остальных случаях теоретическое использование понятия и методологические подходы к его использованию для эмпирических тестов не соответствовали друг другу. Такая ситуация, как отмечают авторы, свидетельствует о значительных упрощениях в научном изучении результативности и создает большие трудности и риски при интерпретации и обобщении результатов опубликованных исследований[[32]](#footnote-32).

Существует большое разнообразие производственных и финансовых показателей, которые могут применяться для оценки результатов деятельности компаний в научных исследованиях, а также для решения управленческих задач или принятия инвестиционных решений. Наибольшей универсальностью в этом смысле обладают финансовые показатели, основанные на данных финансовой отчетности. Современные стандарты финансовой отчетности, прежде всего МСФО (международные стандарты финансовой отчетности, такие как IAS и IFRS), а также нормы корпоративного управления предполагают публикацию ключевых финансовых показателей, которые, как правило, и используются при проведении сравнительных исследований. Потребность в таких стандартах вызвана необходимостью:

* обеспечить права заинтересованных лиц на доступ к объективной и достоверной информации, используемой при принятии решений (например, покупке или продаже акций);
* оценки деятельности менеджмента компании;
* оценки способности компании выполнять обязательства перед работниками, кредиторами, контрагентами;
* определения налоговой политики;
* установления размера распределяемой прибыли и дивидендов;
* сбора статистических данных на национальном и международном уровнях;
* правового регулирования деятельности организаций[[33]](#footnote-33).

Из числа финансовых показателей результативности компаний, в исследованиях, особенно сравнительных, чаще всего используются два простейших и базовых показателя, напрямую отражающих содержание второго раздела отчетности по МСФО, а именно выручка и прибыль. Вместе с тем, современный экономический анализ располагает широким набором финансовых показателей и коэффициентов, используемых при оценке разных аспектов деятельности компании[[34]](#footnote-34).

Финансовые показатели, тем не менее, не отражают напрямую оценку компании и ее перспектив со стороны рынка. Рыночная стоимость компании является ценой, которую за нее готовы заплатить заинтересованные лица. Очевидно, что показатели стоимости компании, такие как цена акций на фондовой бирже, может сильно зависеть от факторов, находящихся за пределами контроля самой компании: от платежеспособности и конкуренции среди потенциальных покупателей, перспектив отрасли, в которой она работает, от возможных действий государства, конкурентов или контрагентов, от колебаний рыночной конъюнктуры, макроэкономических кризисов, политической стабильности, от слухов, стратегий биржевых игроков и пр. Компания может работать очень успешно и производительно, однако распространение негативного слуха, целенаправленная игра брокеров на понижение или резкое падение спроса из-за введения санкций в международной торговле могут значительно снизить цену акций компании и ее привлекательность для акционеров и инвесторов. Поэтому при необходимости оценить восприятие компании рынком используются такие показатели как рыночная капитализация и коэффициент Тобина.

В наиболее распространенной трактовке, (рыночная) капитализации рассматривается как общая стоимость акций компании, обращающихся на фондовой бирже, то есть, как произведение числа выпущенных обыкновенных акций на рыночную стоимость одной акции[[35]](#footnote-35). Иногда помимо рыночной, выделяют также реальную и маркетинговую (субъективную) капитализацию. В первом случае имеется в виду реинвестируемая часть прибыли компании, а во втором – капитализация с учетом субъективно оцениваемой стоимости нематериальных активов[[36]](#footnote-36).

В общепринятом понимании, рыночная капитализация применима только к акционерным обществам и отражает ее возможную стоимость продажи в определенный период времени. Стремление применять этот показатель к любой компании приводит к попыткам давать более общие и универсальные определения, такие как «оценка стоимости предприятия на базе измерения его имущества и перспектив получения дохода экономическими агентами»[[37]](#footnote-37).

Таким образом, с одной стороны, капитализация отражает оценку стоимости активов компании, а потому должна соотносится с тем, что называют ее фундаментальной стоимостью. Исследования подтверждают наличие такой зависимости, хотя ее величина не равна 100% и может различаться в зависимости от отрасли, размера компании и других факторов, что отражает второй компонент рыночной капитализации – оценку рыночных перспектив компании[[38]](#footnote-38). К числу факторов, не относящихся непосредственно к финансовым показателям, относят, в частности:

* информационную прозрачность компании;
* степень диверсифицированности бизнес-портфеля;
* наличие транснациональных связей;
* рыночную конъюнктуру;
* политическую ситуацию в стране, и др.[[39]](#footnote-39)

Одним из недостатков показателя рыночной капитализации при сравнительном изучении различных компаний является ее зависимость от размеров и показателей фундаментальной стоимости. Поэтому в сравнительных исследованиях достаточно часто используется коэффициент Тобина, который, как считается, более точно отражает оценку инвесторами перспективности компании и ее интеллектуальный капитал[[40]](#footnote-40). Коэффициент Тобина определяется как отношение рыночной стоимости компании к восстановительной стоимости ее активов (стоимость всех активов по рыночным ценам), то есть, если он больше 1, то рыночная стоимость выше балансовой, что отражает веру инвесторов в наличие у компании каких-то уникальных возможностей, определяющих ее потенциал. Этот показатель, в частности, может использоваться при изучении влияния социального капитала или структуры совета директоров и других сложноопределимых факторов на результаты компании. Вместе с тем, возможности использования данного коэффициента для оценки операционной эффективности компании подвергаются критике, в частности, из-за того, что корпоративное управление может искусственно воздействовать на него за счет недоинвестирования или снижения издержек[[41]](#footnote-41).

Большое значение при оценке результатов компании играют различные производственные показатели, характеризующие объем и структуру выпускаемой продукции, эффективность использования ресурсов, производительность труда, выраженную в натуральных величинах. В рамках сбалансированной системы показателей они, как правило, напрямую не отражаются, но регулярно используются менеджментом как для планирования, так и отчетности.

Выборочное изучение отчетов крупных российских компаний позволяет увидеть, как общие, так и специфичные показатели, используемые в том числе инвесторами при оценке их рыночных перспектив, в зависимости от отраслевой принадлежности.

Так, в числе главных финансовых показателей, используемых практически во всех годовых отчетах при обобщении результатов деятельности компаний, фигурируют:

* выручка (в случае крупных корпораций указывается консолидированная выручка всей группы);
* рост выручки за отчетный год;
* EBITDA (прибыль до уплаты налогов, процентов и амортизации);
* OIBDA (операционный доход до вычета амортизационных расходов и нематериальных активов);
* чистая прибыль;
* рентабельность по EBITDA.

При этом, наиболее универсальными являются показатели выручки и чистой прибыли.

Однако финансовые показатели являются не единственными, а зачастую и не самыми главными, на которых фокусируется внимание при составлении годовых отчетов. Очень часто, обобщая основные результаты деятельности компании за год, на первое место выносятся производственные, коммерческие и другие показатели, отражающие результаты деятельности компании, ее состояние и потенциал. Причем эти показатели, как правило, носят специфичный для отрасли характер. Приведем несколько примеров таких ключевых показателей, которые используют российские компании.

«Роснефть»:

* добыча углеводородов, тонн нефтяного эквивалента;
* удельные операционные затраты на баррель н.э.;
* коэффициент замещения запасов углеводородов;
* успешность бурения поисково-разведочных скважин;
* объем переработки нефти, и др.[[42]](#footnote-42)

«Аэрофлот»:

* пассажирооборот, в пассажиро-километрах;
* средний возраст парка воздушных судов;
* количество перевезенных пассажиров;
* количество регулярных направлений;
* место в рейтинге пунктуальности авиакомпаний[[43]](#footnote-43).

«МТС»:

* охват сети LTE, количество регионов РФ;
* показатель оттока абонентов МТС;
* дивидендные выплаты[[44]](#footnote-44).

ВТБ 24:

* охват городского населения услугами банка;
* средства на счетах клиентов;
* средства, привлеченные от кредитных организаций[[45]](#footnote-45).

«Силовые машины»:

* портфель заказов;
* доля контракции в России и странах СНГ в общем объеме заключенных контрактов;
* доля компании на мировом рынке электроэнергетического оборудования;
* суммарная мощность изготовленного оборудования[[46]](#footnote-46).

Как можно видеть, компании используют большое разнообразие финансовых, коммерческих, производственных и иных показателей при представлении результатов своей деятельности. Использование таких специфичных показателей может лучше отражать результативность и эффективность деятельности компаний в определенной отрасли, позволяя проводить более глубокое исследование схожих по профилю бизнеса компаний. Однако при проведении сравнительных исследований компаний, работающих в разных отраслях, использование финансовых показателей, прежде всего, показателей выручки, прибыли и основанных на них коэффициентах, становится практически единственно возможным способом получения обобщенных данных. Высокой степенью универсальности также обладают показатели рыночной капитализации и коэффициент Тобина. Можно поэтому предположить, что изучение связи занятости и интерлокинга с результативностью компаний, проводимое современными исследователями, будет опираться именно на наиболее доступные и универсальные показатели, отраженные в финансовой отчетности компаний или относящиеся к рыночной стоимости компании.

## 2.2. Обзор эмпирических исследований взаимосвязи занятости, интерлокинга CEO и результативности компаний

С результатами деятельности компании связано множество факторов, как внутренних (технологии производства, качество рабочей силы, располагаемые ресурсы, мотивация и пр.), так и внешних (рыночная конъюнктура, государственное регулирование, доступность инвестиций и т.д.). Особый интерес представляет такой фактор как результативность качества управления компанией, в том числе корпоративного управления. Одним из потенциальных факторов, который связан с оценкой стоимости и перспектив компании со стороны рынка, выступает персональный состав высших органов управления, в частности – интерлокинг CEO, то есть ситуация, при которой генеральный директор компании А входит в совет директоров компании Б, а ее генеральный директор, в свою очередь, входит в состав директоров компании А и занятость СЕО, т.е. занятие им 3 и более позиций в советах директоров других компаний.

Хотя связь между показателями деятельности компании и финансовыми или рыночными показателями исследовалась неоднократно, роль этой специфической формы связи компаний пока недостаточно изучена. По-видимому, впервые эта проблема была исследована в работе Э.Фич и Л.Уайта[[47]](#footnote-47).

Анализируя распространенность такой ситуации, то есть, занятости, авторы исследовали 610 американских компаний, собрав информацию об их директорских позициях, финансовой отчетности и стоимости акций за 1991 финансовый год. В 87 компаниях, то есть, 14,2% случаях был выявлен факт занятости CEO, из чего можно заключить, что подобная практика не является доминирующей, но все-таки достаточно часто встречается в американских корпорациях.

Используя t-критерий Стьюдента, авторы исследования сравнили группу компаний, в которых присутствует хотя бы одно отношение занятости или интерлокинга CEO с другими компаниями, и группу компаний, в которых таких отношений выявлено не было. Наиболее статистически значимые различия между группами были выявлены по таким показателям как:

* вознаграждение CEO (выше в случае занятости или интерлокинга);
* длительность пребывания CEO в своей должности (выше в случае занятости или интерлокинга);
* роль CEO в качестве основателя компании (реже встречается в компаниях с занятостью или интерлокингом);
* численность состава совета директоров (больше в случаях занятости или интерлокинга);
* число внешних директоров (больше в случаях занятости или интерлокинга);
* число директоров, являющихся CEO других компаний (больше в случаях занятости или интерлокинга);
* репутация совета директоров, выраженная в количестве внешних директорских позиций, занимаемых директорами компании (в 2 раза выше в случаях занятости или интерлокинга а);
* число компаний, с которыми существуют отношения интерлокинга (выше в случаях занятости или интерлокинга);
* вознаграждение директоров (выше в случаях занятости или интерлокинга);
* размер компании (выше в случаях занятости или интерлокинга);
* частота интерлокинга с банковскими структурами (ниже в случаях занятости или интерлокинга)[[48]](#footnote-48).

Сравнение значения коэффициента Тобина для двух групп показало отсутствие различий между двумя группами компаний. Для более глубокого исследования связи между занятостью СЕО и другими переменными, авторы использовали пробит-модель, в которой в качестве зависимой переменной выступало наличие либо отсутствие занятого CEO в компании. В качестве независимых переменных были рассмотрены репутация совета директоров (выражаемая как занятость), доля вознаграждения СЕО в виде опционов на покупку акций, число заседаний совета директоров, длительность пребывания CEO в должности, доля участия CEO в собственности, а также переменные, отражающие отраслевую принадлежность компаний). По результатам анализа, можно заключить, что наибольшую объяснительную силу в предсказании занятости играет репутация совета директоров, выражаемая количеством внешних директорских позиций, занимаемых членами совета директоров данной компании. Как полагают авторы, это связано со стремлением CEO установить и продемонстрировать связь с «классными» советами, повышая таким образом свою привлекательность в качестве потенциального кандидата на членство в советы директоров других компаний.

Второй по значимости переменной стала доля вознаграждения, получаемая CEO в виде опционов на покупку акций (чем она выше, тем меньше вероятность вовлечения CEO в отношения занятости). Это может объясняться меньшей заинтересованностью CEO в поиске внешних директорских позиций, в том числе в виде занятости, ели его вознаграждение сильно зависит от результатов своей компании.

Третья значимая связь относится к числу заседаний советов директоров: чем она выше, тем ниже вероятность занятости CEO. Это может объясняться тем, что большее количество заседаний выражает более высокую занятость CEO и, соответственно, меньшее количество времени, доступного для участия в советах директоров других компаний, либо же наличие у компании трудностей, которые стремится избежать CEO другой компании.

Статистическая значимость других переменных, в том числе коэффициента Тобина, ниже, хотя последний положительно связан с вероятностью занятости СЕО. Авторы полагают, что, поскольку этот коэффициент отражает более высокие ожидания роста компании, это может привлекать СЕО других компаний. С другой стороны, возможна и обратная связь: более высокое значение коэффициента может отражать более высокую оценку рынком нематериальных активов компании, в том числе компетенций ее высшего руководства.

В целом, результаты исследования Э.Фич и Д.Уайта показывают, что занятость CEO не может рассматриваться как случайное явление и связан со множеством показателей деятельности компаний. Результаты анализа позволяют предположить существование положительной связи занятости CEO и рыночного восприятия перспектив компании, однако недостаточно высокая статистическая значимость этой связи и отсутствие прямой связи при использовании критерия Стьюдента показывает, что она если и существует, носит опосредованный характер, а интерпретации ее направленности могут быть прямо противоположными.

В ряде других исследований также ставился вопрос о связи между занятостью CEO и экономическим положением компаний. Так, как уже говорилось ранее, в исследовании, проведенном Х.-Ю. Ео, К.Поше и А.Алкуффом, была выявлена положительная связь между занятостью CEO и показателями эффективности крупных компаний, измеренных через рентабельность активов[[49]](#footnote-49). Авторы полагают, что занятость усиливает взаимозависимость компаний и увеличивает вероятность сговора, способствующего усилению позиции CEO в совете директоров.

Показательным является исследование колумбийских специалистов, обративших внимание на многообразие типов социальных связей, лежащих в основе занятости и интерлокинга. Исследуя колумбийские бизнес-группы, К.Помбо и Л.Х.Гутиеррес изучили три типа занятости членов совета директоров:

1. Занятость как таковая, то есть число внешних директорских позиций, занимаемых членами совета директоров данной компании, позволяющее определить среднее число внешних позиций на одного директора.

2. Интерлокинг CEO, то есть, описанная ранее ситуация, при которой генеральные директора разных компаний сидят в советах директоров друг у друга.

3. Семейный интерлокинг, отражающий семейные связи между внешним директором и собственниками компании.[[50]](#footnote-50).

Исследование, в частности, показало, что интерлокинг CEO наблюдался в 30% случаев, то есть, является широко распространенной практикой. В 20 случаях они дополнялись семейными связями. Однако какой-то общей связи между интерлокингом CEO и показателями деятельности компании выявлено не было.

Тем не менее, эконометрический анализ показал результаты, которые могут быть интерпретированы в свете теории социального капитала. Так, было выявлено, что, если CEO компании является членом семьи основателей, рентабельность активов компании снижается в среднем на 2,5%.

Результаты, полученные колумбийскими исследователями, показывают важность изучения структуры совета директоров и более содержательного анализа характера интелокинга СЕО и занятости. Они также объясняют, почему зачастую исследования, направленные на выявление роли перекрестных директорских позиций в финансовых и рыночных показателях компаний демонстрируют отсутствие значимых результатов либо их разнонаправленность.

Еще одно исследование, о котором вкратце упоминалось в первой главе, роли директоров, являющихся CEO других компаний, было проведено Р.Фаленбрахом и коллегами на выборке из более чем 10 тысяч американских публичных компаний. Авторы заключили, что CEO стремятся привлечь в советы директоров своих компаний других CEO, с которыми установлены прочные отношения. При этом была подтверждена гипотеза, согласно которой такой тип социальных связей, основанный на интерлокинге CEO и определяющий структуру совета директоров компании, негативно сказывается на ее производственных результатах. Такого ухудшения результатов не наблюдается в случае назначения на позиции в совет директоров CEO других компаний без интерлокинга

Результаты также подтверждают необходимость рассматривать социальные связи директоров скорее, как связи между индивидами, имеющими свои собственные интересы, нежели как связи компаний, интересы которых они должны выражать. Такая гипотеза находится в соответствии с другими исследованиями, показывающими, как стратегическое использование CEO своего социального статуса и социального капитала обеспечивают сохранение ими своих позиций даже в условиях ухудшения показателей компании[[51]](#footnote-51).

## 2.3. Формулировка гипотез исследования

Вторая глава работы была посвящена показателям, используемым для оценки результативности и эффективности деятельности компании, были даны разграничения этих понятий. Для того, чтобы данная работа позволила исследовать взаимосвязь рыночной стоимости компании с занятостью и интерлокингом, необходимо выбрать такие показатели результативности, которые позволят сделать вывод о работе членов совета директоров, и СЕО в частности. Так, бухгалтерские показатели, например, рентабельность активов, не отражают напрямую оценку компании и ее перспектив со стороны рынка. Именно поэтому, для того, чтобы измерить успешность деятельности торгуемых публичных компаний в данной работе будет использоваться коэффициент Q Тобина и рыночная капитализация, которые показывают как оценивает компанию рынок.[[52]](#footnote-52) Значение коэффициент Q Тобина будет определяться по упрощенной формуле[[53]](#footnote-53): отношение суммы рыночной капитализации и балансовой стоимости долга к балансовой стоимости активов:

|  |
| --- |
| где – рыночная капитализация, – балансовая величина долга, – балансовая величина активов.  В связи с тем, что результаты рассмотренных исследований, посвященных интерлокингу противоречивы, существуют аргументы как в пользу положительной взаимосвязи между интерлокингом и рыночной стоимостью, так и в пользу отрицательной взаимосвязи, в данной работе было принято решение рассмотреть в первую очередь нелинейную взаимосвязь между выбранными показателями. Таким образом, в рамках исследования взаимосвязи интерлокинга CEO и рыночной стоимости российских компаний будет проверена следующая гипотеза:  Гипотеза исследования: имеет место нелинейная взаимосвязь между интерлокингом СЕО и рыночной стоимостью российских публичных компаний.  Стоит отметить, что в ходе обзора исследований наравне с понятием интерлокинга затрагивался вопрос занятости членов совета директоров и СЕО, которая определялась как число позиций, занимаемых членом совета директоров или СЕО в советах директоров других компаний. Часть рассмотренных исследований была посвящена анализу взаимосвязи занятости членов совета директоров и СЕО и рыночной стоимости компании. Результаты также приводят нас к противоречивым выводам, соответственно для исследования занятости CEO и рыночной стоимости российских компаний будет проверена следующая гипотеза:  Гипотеза исследования: имеет место нелинейная взаимосвязь между занятостью СЕО и рыночной стоимостью российских публичных компаний. |

## Выводы по второй главе

Подводя итог обзора эмпирических исследований, посвященных занятости и интерлокингу CEO, можно заключить, что на настоящий момент невозможно сделать однозначный вывод о наличии либо отсутствии универсальной связи между занятостью, интерлокингом и результативностью компаний и ее оценкой со стороны рынка. Результаты немногих исследований, проводимых в разных странах и институциональных контекстах, а также при учете опосредующих факторов, зачастую являются разнонаправленными либо показывают отсутствие связи между занятостью, интерлокингом и результативностью.

К числу основных причин, ограничивающих возможность делать выводы о связи, можно отнести следующие:

– исследования проводились в разных странах с различным законодательством и практикой корпоративного управления;

– существуют разные формы занятости и интерлокинга, которые могут задействовать различные механизмы межорганизационных связей и приводить к разным результатам;

– в изучении занятости и интерлокинга в настоящее время недостаточно изучена роль различий в содержании социального капитала самих директоров, участвующих в межфирменных связях.

Современный уровень исследований, таким образом, делает актуальным проведение дополнительных эмпирических исследований, использующих новые наборы данных (в частности, по российским компаниям) и различные способы операционализации ключевых переменных: занятости, интерлокинга и результативности компании.

# Глава 3. Исследование взаимосвязи занятости СЕО и рыночной стоимости компании

В третьей главе представлены результаты исследования взаимосвязи занятости СЕО и рыночной стоимости компаний. Обоснована методология исследования, дана описательная статистика собранной выборки, проведен анализ и сделаны выводы по проведенному эмпирическому исследованию.

## 3.1. Методология исследования

Эмпирическое исследование, целью которого является установление взаимосвязи между рыночной стоимостью компаний и занятостью СЕО, базируется на регрессионной модели вида:

где i=1,2,…,N; t=2007,…,2010; N = 64 и – случайная величина

В качестве зависимой переменной рассматривается рыночная стоимость компаний, измеренная как рыночная капитализация и коэффициент Q Тобина. Переменная измеряется при помощи одного из показателей занятости, а именно:

1. число позиций в советах директоров других компаний, занимаемых СЕО на текущий момент (2010 г.);
2. число позиций в советах директоров других компаний, занимаемых СЕО в течение всего срока пребывания в должности СЕО (т.е. позиции, необязательно занимаемые СЕО на текущий момент 2010 г., а занимаемые им ранее);

Такой показатель как число позиций, занимаемых СЕО на текущий момент является часто используемым показателем занятости в различных исследованиях.[[54]](#footnote-54) Второй показатель может показаться более спорным, однако он определяет наличие у СЕО «остаточных связей» и взаимоотношений с членами советов директоров, в чьих компаниях он присутствовал когда-либо. Как говорилось в первой главе работы, и интерлокинг и занятость членов совета директоров – латентная переменная, которую сложно измерить, т.к. она является мерой взаимоотношений между членами советов директоров (и СЕО в частности), поэтому рассмотрение всех занимаемых СЕО позиций в данном контексте представляется уместным.

Переменные , являются компонентами базовой модели, они выбраны вслед за большинством рассмотренных исследований и служат объясняющими переменными финансово-экономического состояния компании. Все переменные имеют индекс it, означающий, что данная информация измеряется для каждой компании i в момент времени t. , – неизвестные коэффициенты. Подробное описание переменных, использованных в исследовании, представлено в таблице 1.

1. Описание переменных

|  |  |
| --- | --- |
| **Зависимые переменные** | **Описание** |
| Q | Коэффициент Q Тобина, рассчитываемый как |
| MarketCap | Натуральный логарифм рыночной капитализации компании, рассчитанный на основе текущей рыночной (биржевой) цены[[55]](#footnote-55) |
| **Независимые переменные** | **Описание** |
| Leverage | Финансовый леверидж. Значение переменной вычисляется как отношение балансовой стоимости долга компании к балансовой стоимости активов |
| BD | Размер совета директоров |
| Size | Размер компании. Значение переменной вычисляется как натуральный логарифм балансовой стоимости активов |
| Busyness | Переменная, характеризующая занятость СЕО (число занимаемых позиций на текущий момент) |
| BusynessMax | Переменная, характеризующая занятость СЕО (общее число занимаемых позиций в советах директоров за все время пребывания в должности СЕО) |

## 3.2. Формирование выборки и описательная статистика переменных

Для проведения исследования была сформирована выборка, состоящая из 64 российских публичных акционерных обществ[[56]](#footnote-56) с лучшими практиками корпоративного управления.

Для сбора информации были использованы следующие источники:

* базы данных СКРИН и СПАРК;
* официальные сайты компаний;

Если рассмотреть отрасли, попавших в выборку компаний (рис. 1), то мы можем наблюдать, что большая часть из них принадлежит к топливно-энергетическому комплексу. Эта группа представлена такими крупными компаниями как ПАО Газпром, ПАО Башнефть, ПАО Лукойл, ПАО «Интер РАО» многие из которых являются транснациональными корпорациями. В каждую рассматриваемую группу входят лидеры своей отрасли, так, например, химическая промышленность представлена компаниями ПАО Уралкалий, ОАО Сильвинит, ПАО «Фармстандарт», входящими в ТОП-100 лидеров по производительности труда в химической промышленности.[[57]](#footnote-57)

1. Распределение компаний выборки по отраслям

Была собрана информация о финансовых характеристиках компаний, а также о характеристиках советов директоров и членов советов директоров компаний за период 2007-2010 гг. Так как для проводимого исследования важна возможность рыночной оценки, а также необходим доступ к информации о корпоративном управлении, в выборку не были включены банки и иные финансовые институты, которые имеют определенные особенности функционирования. Кроме того, в ранних исследованиях занятости совета директоров упоминается, что кредитоспособные компании не склонны использовать банки в схеме занятости.[[58]](#footnote-58) Частично это объясняется тем, что компания сама способна привлекать кредиты на выгодных условиях, ей не требуется привлекать банковских представителей в совет директоров для получения положительного решения по выдаче кредита. Со стороны банка также не требуется иметь представителей в совете директоров платежеспособной компании для более тщательного контроля над исполнением обязательств.

Если рассмотреть такой частный случай занятости СЕО как интерлокинг СЕО, то, к сожалению, на выборке рассматриваемых компаний был обнаружен только один случай интерлокинга СЕО (для компании РусГидро), при этом вторая компания в схеме интерлокинга была дочерней для РусГидро. Таким образом, мы приходим к выводу о том, что случаи интерлокинга СЕО для российских публичных компаний крайне редки. Этот вывод сопоставим с результатом, полученным М. Мизраки: на выборке 456 американских компаний, входящих в рейтинг Fortune 500, была выявлена малая доля со схемой интерлокинга (приблизительно 3%).[[59]](#footnote-59) В связи с этим для целей дальнейшего исследования будем рассматривать взаимосвязь рыночной стоимости российских компаний и занятости СЕО.

Прежде всего рассмотрим насколько распространена занятость среди российских СЕО по сравнению с рынками других стран. В Америке, к примеру, максимальное число позиций, занимаемых СЕО составляет 10-11 позиций.[[60]](#footnote-60) Большее число совмещаемых позиций характерно для индийских компаний (до 20), что может объясняться национальными и институциональными особенностями страны. Получается, что в России совмещение большого числа директорских позиций для СЕО не так распространено, как на развивающихся рынках, однако при этом есть примеры, когда количество позиций, занимаемых СЕО, превышает максимальные цифры, характерные для развитых рынков.

В среднем СЕО, занимает 3 дополнительные позиции в советах директоров других компаний. Согласно определению[[61]](#footnote-61), занятым директором является тот член совета директоров, который занимает три и более позиций в советах директоров других компаний, таким образом можно сделать вывод, что среднестатистический российский СЕО (как один из членов совета директоров) является занятым. В Турции, к примеру, СЕО занимают в среднем еще три места в других компаниях[[62]](#footnote-62), т.е. тоже является занятым. Для американских компаний, входящих в индекс Fortune 500, среднее число позиций составляет 2[[63]](#footnote-63), т.е. СЕО не является занятым.

Сравним показатель максимального числа занимаемых позиций. К примеру, по данным описываемого исследования, максимальное число занимаемых позиций для СЕО в других советах директоров в один момент времени, составляет 10 позиций, в то время как для американских компаний этот показатель равен 3.[[64]](#footnote-64)

Рассмотрим показатели занятости в динамике на исследуемом промежутке. На рис. 2 представлена динамика изменения среднего числа занимаемых позиций СЕО в компаниях выборки по годам.

1. Среднее число занимаемых позиций СЕО 2007-2010 гг.

Мы можем наблюдать максимальное значение показателя в 2009 г., однако в целом, разница невелика-увеличение показателя произошло в среднем всего на две позиции. Такой результат может быть связан с финансово-экономическим кризисом 2008-2010 гг. в России: увеличилась необходимость в наличии «дружеских связей» с другими компаниями. Тем не менее, тенденция такова, что показатель скорее растет на рассматриваемом промежутке времени.

Максимальное значение занимаемых позиций стабильно в период 2007-2010 гг. и составляет 10 позиций, как было сказано ранее.

Описательная статистика рассматриваемых представлена в таблице 2 (см. приложение 1).

1. Описательная статистика переменных

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **Переменная** | **Среднее значение** | **Стандартное отклонение** | **Минимум** | **Максимум** |
| Busyness | 3.48 | 2.465 | 0 | 10 |
| Q | 1.003 | 0.879 | 0.204 | 8.405 |
| MarketCap | 4.890 | 0.391 | 1.001 | 7.410 |
| BD | 9.893 | 2.006 | 5 | 15 |
| Leverage | 0.478 | 0.309 | 0.000 | 0.889 |
| Size | 15.690 | 1.567 | 11.237 | 19.081 |

Средний показатель Q Тобина для описанной выборки составляет 1,003, что значит рыночная стоимость компании и величина долга в среднем превосходят балансовую стоимость активов в 1,003 раз.

Значение переменной, характеризующей показатель численности совета директоров (BD) соответствует действующему Федеральному закону «Об акционерных обществах», который устанавливает минимальный состав совета 5 человек. Также стоит обратить внимание, что средний размер совета директоров почти равен 10, что приближает российские компании к практике американских компаний, совет директоров которых в среднем составляет 10-11 человек.[[65]](#footnote-65)

## 3.3. Эконометрический анализ

В исследовании для измерения рыночной стоимости выбрано два показателя: рыночная капитализация компании и коэффициент Тобина, для занятости: число занимаемых позиций СЕО в советах директоров других компаний и общее число занимаемых позиций в совете директоров за все время.

Начнем анализ взаимосвязи занятости СЕО и стоимости компаний, измеренной как натуральный логарифм рыночной капитализации. В таблице 3 (также см. приложения 2-4) представлены результаты анализа. Сначала была построена базовая эконометрическая модель (см. столбец 1), чтобы проанализировать взаимосвязь рыночной капитализации с переменными, характеризующими финансово-экономическое состояние компании (контрольными переменными). Модели по панельным данным были протестированы при помощи тестов Вальда, Бреуша-Пагана и Хаусмана, и был сделан вывод, что модель с фиксированными эффектами наиболее адекватно описывает имеющиеся эмпирические данные. После того, как мы убедились в значимости базовой модели, к контрольным переменным были добавлены переменные, характеризующие занятость и переменная, характеризующая размер совета директоров.

1. Регрессионный анализ 1

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **Переменные** |  | **Рыночная капитализация (MarketCap)** |  |
| 1 | 2 | 3 |
| Busyness | - | 0.009 | - |
| Busyness^2 | - | -0.009 | - |
| BusynessMax | - | - | 0.009 |
| BusynessMax^2 | - | - | -0.009 |
| BD | - | -0.02 | -0.02 |
| Leverage | -0.045\*\* | -0.048\*\* | -0.048\*\* |
| Size | 0.015\*\*\* | 0.015\*\*\* | 0.015\*\*\* |
| Cons | -0.185 | -0.099\*\* | -0.104\*\* |
| adj. | 0.1339 | 0.1507 | 0.1508 |
| p-value | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 |
| N | 256 | 256 | 256 |

Все модели получились статистически значимыми, однако при этом не получены статистически значимые оценки коэффициентов перед переменными, отвечающими за занятость. Это говорит о том, что мы не можем по полученным результатам ни принять, ни отклонить гипотезу о нелинейной взаимосвязи рыночной стоимости, измеренной как рыночная капитализация компании, и занятости СЕО. Для дальнейшего исследования протестируем гипотезу о наличии линейной взаимосвязи между занятостью и рыночной стоимостью компании.

В таблице 4 (также см. приложения 5,6) представлены результаты регрессионного анализа, рассматривающего линейную взаимосвязь между занятостью СЕО и рыночной капитализацией.

1. Регрессионный анализ 2

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **Переменные** |  | **Рыночная капитализация (MarketCap)** |  |
| 1 | 2 | 3 |
| Busyness | - | -0.005\*\* | - |
| BusynessMax | - | - | -0.001\*\* |
| BD | - | -0.02 | -0.02 |
| Leverage | -0.045\*\* | -0.044\*\* | -0.044\*\* |
| Size | 0.015\*\*\* | 0.015\*\*\* | 0.015\*\*\* |
| Cons | -0.185\*\* | -0.199\*\* | -0.199\*\* |
| adj. | 0.1339 | 0.1537 | 0.1545 |
| p-value | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 |
| N | 256 | 256 | 256 |

Линейные модели оказались статистически значимы, более того, переменные базовой модели также остаются значимыми. При построении линейной модели были получены значимые коэффициенты перед переменными, отвечающими за занятость СЕО, измеренными обоими способами.

В моделях, со значимыми коэффициентами перед переменными занятости была установлена отрицательная взаимосвязь, что означает, что рыночная капитализация компании падает при увеличении занятости (еще одной дополнительной позиции в совете директоров других компаний, занимаемой СЕО). А именно: в среднем, при прочих равных, при увеличении среднего числа занимаемых позиций СЕО на единицу, показатель рыночной капитализации падает на 0.5%. Аналогичный результат получен для максимального числа позиций, занимаемых СЕО: при увеличении общего числа занимаемых позиций СЕО за все время на единицу, показатель рентабельности активов падает на 0.1%. Возможно, это связано с тем, что при возрастании занятости СЕО, уменьшается время, которое он может потратить на работу в каждой из компаний, соответственно рынок формирует другие ожидания для компании: вероятно, компания будет работать не так продуктивно, как раньше, если СЕО будет посвящать ей меньше времени.

Подобный результат был также получен в исследованиях взаимосвязи на развитых рынках и объясняется гипотезой занятости, т.е. при увеличении занятости СЕО падает его производительность, ему не хватает времени на исполнение своих обязанностей, таким образом падает и результативность всей компании.

Перейдем к рассмотрению взаимосвязи между занятостью и рыночной стоимостью компании, измеренной с помощью коэффициент Тобина. Мы предполагаем нелинейную взаимосвязь, исходя из проведенного анализа существующих исследований.[[66]](#footnote-66) Кроме того, такую взаимосвязь во многом можно объяснить с точки зрения социального капитала: рынок положительно реагирует на «занятых» СЕО, т.к. такая связь с членами советов директоров других компаний расширяет опыт и увеличивает сеть контактов. Однако все же мы рассчитываем, что такая взаимосвязь не может не быть ограниченной. т.е. у СЕО должно хватать времени на добросовестное выполнение собственных обязанностей. В таблице 5 (см. также приложения 7-9) представлены результаты регрессионного анализа для моделей, в которой рыночная стоимость компаний измеряется при помощи коэффициента Тобина.

1. Регрессионный анализ 3

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **Переменные** |  | **Tobin’s Q** |  |
| 1 | 2 | 3 |
| Busyness | - | 0.111\*\*\* | - |
| Busyness^2 | - | -0.015\*\*\* | - |
| BusynessMax | - | - | 0.056\*\*\* |
| BusynessMax^2 | - | - | -0.078\*\*\* |
| BD | - | -0.029 | -0.031 |
| Leverage | 0.654\*\*\* | 0.644\*\*\* | 0.641\*\*\* |
| Size | -0.613\*\*\* | -0.501\*\*\* | -0.502\*\*\* |
| cons | 9.087\*\*\* | 7.099\*\*\* | 7.112\*\*\* |
| adj. | 0.1250 | 0.1401 | 0.1488 |
| p-value | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 |
| N | 256 | 256 | 256 |

Сначала была построена базовая модель (столбец 1), включающая контрольные переменные, после чего к переменным базовой модели были добавлены переменные, характеризующие занятость СЕО. Модели по панельным данным были протестированы при помощи тестов Вальда, Бреуша-Пагана и Хаусмана, и был сделан вывод, что модель с фиксированными эффектами наиболее адекватно описывает имеющиеся эмпирические данные. Все полученные модели являются статистически значимыми. При этом, статистически значимым в данном случае оказались и коэффициенты перед квадратом переменной, отвечающей за занятость СЕО, в отличии от модели, построенной с использованием показателя рыночной капитализации.

В данных моделях была рассмотрена нелинейная (квадратичная) взаимосвязь и были получены значимые коэффициенты перед квадратом переменных.

В обеих моделях, где занятость определяется и как общее число занимаемых позиций СЕО за все время, и как число позиций, занимаемых СЕО на текущий момент было обнаружено, что практически 75% значений переменной больше того значения, при котором коэффициент Тобина прирастает на минимальную величину при прочих равных, поэтому можно сделать вывод о наличии нелинейной взаимосвязи.

Таким образом, согласно полученным результатам, принимается гипотеза о наличии нелинейной взаимосвязи между занятостью СЕО и рыночной стоимостью компаний в том случае, если стоимость измеряется при помощи коэффициента Q Тобина.

Данный результат говорит о том, что наличие занятых СЕО положительно оценивается рынком до определенного момента, после которого рынок реагирует на «большую занятость» СЕО отрицательно. Мы видим, что присутствие в нескольких советах директоров для СЕО оценивается рынком как возможность извлечь выгоду из построения связей и получения опыта до того момента, когда занятость снижает то время, которое СЕО способен тратить на работу в своей компании. Можно также предположить, что на российском рынке до сих пор очень большое значение имеют связи и знакомства, наличие широкой сети контактов может создать огромные выгоды для компании. Тем не менее, рынок не готов принимать издержки от нехватки времени СЕО.

Стоит отметить, что данный результат совпадает с результатом, полученным на выборке гонконгских и турецких компаний, где зависимость также получалась обратная: до определенного момента результативность росла, после чего начинала падать.[[67]](#footnote-67)

Проведенный регрессионный анализ показал:

* имеет место линейная отрицательная взаимосвязь между занятостью СЕО и рыночной стоимостью компаний, измеренной при помощи показателя рыночной капитализации;
* имеет место нелинейная взаимосвязь между занятостью СЕО и рыночной стоимостью, измеренной при помощи коэффициента Тобина.

## 3.4. Выводы по работе

Полученные результаты исследования позволяют сделать выводы о наличии и направлениях взаимосвязи между занятостью СЕО и рыночной стоимостью компаний, причем результативность компаний рассматривается с помощью нескольких показателей: как рыночная капитализация и как коэффициент Q Тобина, которые отражают реакцию рынка и восприятие рынком деятельности компании.

В рамках исследования было получено, что имеет место обратная линейная взаимосвязь между рыночной капитализацией, и занятостью СЕО. Данный результат сопоставим с результатами, полученными в исследованиях взаимосвязи в основном на развитых рынках, например, рынках США и Европы.[[68]](#footnote-68) В развивающихся странах, таких как Китай, напротив, исследователями была обнаружена положительная взаимосвязь.

Результат, говорящий об отрицательной взаимосвязи, позволяет сделать вывод о том, что корпоративное управление в России складывается по примеру развитых стран и ситуация, когда СЕО работает в совете директоров одной или небольшого числа компаний (т.е. менее 3, для того, чтобы считаться незанятым) оценивается рынком положительно. Рынок склонен оценивать компанию выше, в ситуации, когда СЕО посвящает все свое время работе в одной-двух компаниях и надлежащим образом выполняет свои обязанности, нежели, чем, когда он стремится обрести большой число контактов за счет занятости в других советах директоров. Можно сделать вывод, что наличие достаточного количества времени, посвящаемого одной компании важнее связей и контактов с другими директорами, поскольку занятость взаимосвязана с результативностью отрицательно.

Еще один результат был получен при рассмотрении наличия нелинейной взаимосвязи между занятостью и рыночной стоимостью, выраженной как коэффициент Тобина. Изначально выдвигаемая гипотеза о нелинейной связи подтвердилась, и направление взаимосвязи совпало с результатами, полученными другими исследователями на других рынках. Можно утверждать, что рынок положительно оценивает ситуацию, когда СЕО может найти баланс между построением связей, знакомствами с директорами других компаний и выполнением собственных обязанностей.

Если попытаться сравнить оба результата, то получится, что компаниям следует следить за числом позиций, занимаемых СЕО в других компаниях. Возможно имеет смысл регулировать этот вопрос внутренними кодексами корпоративного управления или уставом компании, т.к. законодательство не накладывает никаких ограничений на СЕО в вопросе занятости. Необходимо, чтобы СЕО не брал на себя работу в слишком большом числе компаний, чтобы более эффективно выполнять собственные обязанности, т.к. в отличии от остальных членов совета директоров он непосредственно принимает участие в операционном управлении компанией, выступает связующим звеном между советом директоров и исполнительными органами.

Избрание в качестве СЕО «слишком занятого», даже несмотря на гипотезу репутации и широкую сеть контактов, не обязательно положительно скажется на работе компании в связи с тем, что именно СЕО вынужден много времени уделять текущей работе в компании. Тогда, он будет либо пренебрегать некоторыми из своих обязанностей, либо не сможет выстроить выгодную сеть контактов с членами совета директоров в других компаниях, т.к. вероятно станет пропускать собрания совета ввиду наличия собственных невыполненных обязательств. В этой связи, имеет смысл ограничить число позиций, занимаемых СЕО до 3, для того, чтобы он, с одной стороны, был занятым и приносил выгоду в виде связей с членами советов директоров, а, с другой стороны, имел время на текущее управление компанией.

# Заключение

В выпускной квалификационной работе была предпринята попытка ответить на вопрос: «Cуществует ли взаимосвязь между занятостью СЕО и рыночной стоимостью компании?». Для того, чтобы ответить на основной исследовательский вопрос был проведен обзор имеющихся российских и зарубежных современных исследований по данной теме, сформулированы гипотезы, проведено эмпирическое исследование и сделаны соответствующие выводы.

Первая глава работы была посвящена рассмотрению подходов к понятию занятости и интерлокинга. В рамках данной работы понятие интерлокинга, как частного случая занятости рассматривалось с точки зрения социального капитала, т.е. предполагалось, что межфирменные связи обеспечиваются связями конкретных лиц, которые и обеспечивают доступ к ресурсам, легитимируют компанию своей личной репутацией. Были представлен обзор исследований на развитых и развивающихся рынках, посвященных изучению взаимосвязи занятости, интерлокинга и результативности деятельности компании.

Во второй главе раскрыто понятие результативности деятельности и рассмотрены подходы к ее измерению с точки зрения бухгалтерских показателей и с точки зрения оценки ценности компании рынком. Во второй главе был сделан выбор двух показателей для проведения эконометрического исследования: коэффициента Тобина и рыночной капитализации. Были указаны достоинства и недостатки этих двух показателей. На основании обзора существующих исследований в конце второй главы была выдвинута гипотеза о наличии нелинейной взаимосвязи между занятостью СЕО и рыночной стоимостью компании.

В третьей главе проводилось эмпирическое исследование на выборке из 64 российских публичных компаний с лучшими практиками корпоративного управления за период 2007-2010 гг. В качестве показателей занятости СЕО, вслед за большинством исследователей, были выбраны два показателя: число позиций, занимаемых СЕО в советах директоров других компаний на текущий момент (на 2010 г.) и общее число позиций, занимаемых СЕО в советах директоров других компаний за все время. В качестве показателей рыночной стоимости использовался коэффициент Тобина и рыночная капитализация.

В ходе исследования была установлена обратная линейная взаимосвязь между занятостью СЕО и результативностью деятельности компании, выраженной как рыночная капитализация. Также была установлена нелинейная взаимосвязь между занятостью СЕО и результативностью деятельности компании, выраженной как коэффициент Тобина.

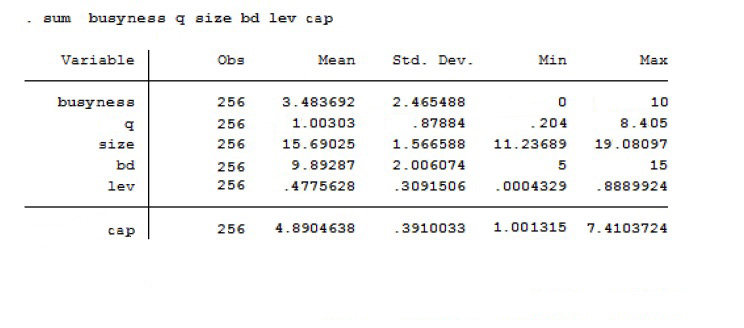
Согласно полученным результатам, можно сделать вывод о том, что заинтересованным лицам и тем, кто составляет положения об организации корпоративного управления в компании стоит задуматься о таком феномене как занятость СЕО. Наличие социальных связей с членами советов директоров других компаний сказывается положительно на ценности компании с точки зрения рынка до определенного момента, соответственно, нельзя пренебрегать таким корпоративным инструментом для создания ценности, который позволяет достичь желаемых рыночных показателей. С другой стороны, стоит ограничить возможности СЕО участвовать в советах директоров других компаний не только с точки зрения достаточности времени для текущего управления, но и для недопущения внешних негативных эффектов, таких как снижение рыночной стоимости компании.

# Список использованных источников

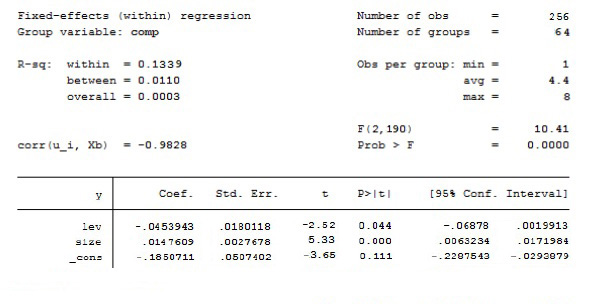
1. ISO 9000 Introduction and support package: Guidance on some of the frequently used words in the ISO 9000 family of standards. 2012. P.9.
2. ГОСТ Р ИСО 9000-2001. Системы менеджмента качества: Основные положения и словарь. – М.: 2001.
3. Березинец И.В., Ильина Ю.Б., Черкасская А.Д. Структура совета директоров и финансовая результативность российских открытых акционерных обществ // Вестник Санкт-Петербургского университета. Серия 8. Менеджмент. – 2013. – №2. – С.52.
4. Брусов П.Н., Филатова Т.В. Финансовый менеджмент. Долгосрочная финансовая политика. Инвестиции: учебное пособие. – М.: КНОРУС, 2012. – 328 с.
5. Бурдье П. Формы капитала // Экономическая социология. – 2005. – Том 6, № 3. – С.60-74.
6. Бухвалов А.В., Волков Д.Л. Исследование зависимости между показателями фундаментальной ценности и рыночной капитализацией российских компаний // Вестник СПбГУ. 2005. Вып. 1. №8. С.26-43.
7. Годовой отчет ОАО «НК «Роснефть» за 2015 год.
8. Годовой отчет ОАО «Силовые машины» за 2015 год.
9. Годовой отчет ПАО «Аэрофлот» за 2015 год.
10. Годовой отчет ПАО «ВТБ 24» за 2015 год.
11. Годовой отчет ПАО «МТС» за 2015 год.
12. Ендовицкий Д.А., Бабушкин В.В. Анализ капитализации публичной компании и оценка ее инвестиционной привлекательности // Экономический анализ: теория и практика. 2009. №21. С.2-8.
13. Калина И. Показатели оценки интеллектуального капитала в информационной экономике // Власть. 2011. №1. С.63-67
14. Кальницкая И.В., Максимочкина М.В. Оценка эффективности и результативности деятельности организаций // Наука и современность. – 2010. – №5-3. – С.183-187.
15. Когденко В.Г. Фундаментальный анализ компании: особенности и ключевые индикаторы // Дайджест-финансы. – 2014. – №4. – С. 2-15.
16. Концептуальные основы финансовой отчетности. – IFRS Foundation. Режим доступа: http://minfin.ru/ru/perfomance/accounting/mej\_standart\_fo/kons\_msfo.
17. Панфиль Л.А., Муртазина Е.Э. Оценка эффективности деятельности предприятия // Международный журнал прикладных и фундаментальных исследований. – 2016. – №6. – С.753-756.
18. Рудель Л.П. Современное понимание и границы употребления дефиниций, отражающих динамику капитализации промышленных предприятий // Вестник Челябинского государственного университета. 2010. №3. Экономика. Вып. 24. С.88-92.
19. Adler P.S. and Kwon S.W. Social capital: Prospects for a new concept // The Academy of Management Review. – 2002. – Vol. 27, No 1. – P.17-40.
20. Bichler G., Schoepfer A. and Bush S. White collars and black ties: Interlocking social circles of elite corporate offenders // Journal of Contemporary Criminal Justice. – 2015. – Vol.31. – P.279-296.\
21. Busy Boards and Corporate Performance. / X. Li, J. Wang, D. Dong. // China Finance Review International. – 2013. – Vol. 3, N. 2. – P. 203–219.
22. Busyness and advising at Borsa Istanbul firms / E. Arioğlu, P. A. Kaya // Borsa Istanbul Review. – 2015. – Vol. 15, N. 2. – P. 126-136.
23. CEO pay, firm size, and corporate performance: evidence from Canada / X. Zhou // Canadian Journal of Economics (Revue canadienne d'économique). – 2000. – Vol. 33, N. 1. – P.213-251.
24. Do Busy Directors and CEOs Shirk Their Responsibilities? Evidence from Mergers and Acquisitions / B. Benson, et al. // Quarterly Review of Economics and Finance. – 2014. – Vol. 55. – P. 1–19.
25. Do Multiple Directorships Increase Firm Value? Evidence from Independent Directors in Hong Kong / A. C. H. Lei, J. Deng // Journal of International Financial Management & Accounting. – 2014. – Vol. 25, N. 2. – P. 121-181.
26. Dybvig P.H. and Warachka M. Tobin’s Q does not measure performance: Theory, empirics, and alternatives / SSRN. – 2015. – Режим доступа: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1562444>.
27. Fahlenbrach R., Low A. and Stulz R.M. Why do firms appoint CEOs as outside directors? // Journal of Financial Economics. – 2010. – Vol.97. – P.12-32.
28. Fich E.M. and White L.J. Why do CEOs reciprocally sit on each other's boards? // Journal of Corporate Finance. – 2005. – Vol.11. – P.175-195.
29. Filatochev I., Chahine S. and Bruton G.D. Board Interlocks and Initial Public Offering Performance in the United States and the United Kingdom: An Institutional Perspective // Journal of Management. – In Press. – DOI: 10.1177/0149206315621145.
30. Flickinger M. et al. How CEOs protect themselves against dismissal: A social status perspective // Strategic Management Journal. – 2016. – Vol.37. – P.1107-1117.
31. Gabbay S.M. and Leenders R.T.A.J. CSC: The structure of advantage and disadvantage. In: Gabbay S.M. and Leenders R.T.A.J. (Eds.) Corporate Social Capital and Liability. – Boston: Kluwer Academic Publishers, 1999. P.1-14.
32. Going overboard? On busy directors and firm value / G. D. Cashman, S. L. Gillan, C. Jun // Journal of Banking & Finance. – 2012. – Vol. 36, N. 12. – P. 3248-3259.
33. Johnson S.G., Schnatterly and Hill A.D. Board composition beyond independence: Social capital, human capital, and demographics // Journal of Management. – 2013. – Vol.39. – P. 323-262.
34. Larger board size and decreasing firm value in small firms / T. Eisenberg, S. Sundgren, M. T. Wells // Journal of financial economics. – 1998. – Vol. 48, N. 1. – P. 35-54.
35. Martin G., Gozubuyuk R. and Becerra M. Interlocks and firm performance: The role of uncertainty in the directorate interlock-performance relationship // Strategic Management Journal. – 2015. – Vol. 36. – P.235-253.
36. Miller C.C., Washburn N.T., Glick W.H. The myth of firm performance // Organization Science. – 2013. – Vol.24. – P.948-964.
37. Multiple Board Appointments and Firm Performance in Emerging Economies: Evidence from India. / J. Sarkar, S. Sarkar. // Pacific-Basin Finance Journal. – 2009. – Vol. 17, N. 2. – P. 271–293.
38. Multiple Directorships and Acquirer Returns / S. Ahn, P. Jiraporn, Y. Kim // Journal of Banking and Finance. – 2010. – Vol. 34, N. 9. – P. 2011–2026.
39. Multiple Directorships and the Performance of Mergers & Acquisitions / L.-Y. Chen, J.-H. Lai, C. Chen // The North American Journal of Economics and Finance. – 2015. – Vol. 33. – P. 178–198.
40. Nahapiet J. and Ghoshal S. Social capital, intellectual capital, and the organizational advantage // Academy of Management Review. – 1998. – Vol. 23. – P. 242-266.
41. Nicholson G.J. and Kiel G.C. Board Composition and Corporate Performance: How the Australian Experience Informs Contrasting Theories of Corporate Governance // Corporate Governance: An International Review. – 2003. – Vol.11. – P.189-205.
42. Nicholson G.J., Alexander M. and Kiel G.C. Defining the social capital of the board of directors: An exploratory study // Journal of Australian New Zealand Academy of Management. – 2004. – Vol.10. – P.54-72.
43. Outside directors and CEO turnover / M. S. Weisbach // Journal of financial Economics. – 1988. – N. 20. – P. 431-460.
44. Outside directors, board interlocks and firm performance: Empirical evidence from Colombian business groups / C. Pombo, L. H. Gutiérrez // Journal of Economics and Business. – 2011. – Vol. 63, N. 4. – P. 251-277.
45. Park S.H. and Luo Y. Guanxi and organizational dynamics: Organizational networking in Chinese firms // Strategic Management Journal. – 2001. – Vol.22. – P. 455-477.
46. Park S.H. and Westphal J.D. Social discrimination in the corporate elite: How status affects the propensity for minority CEOs to receive blame for low firm performance // Administrative science quarterly. – 2013. – Vol.58. – P.542-586.
47. Peng M.W. Outside directors and firm performance during institutional transitions // Strategic Management Journal. – 2004. – Vol.25. – P.453-471.
48. Pombo C. and Gutierrez L.H. Outside directors, board interlocks and firm performance: Empirical evidence from Colombian business groups // Journal of Economics and Business. – 2011. – Vol. 63. – P.251-277.
49. Portes A. Social capital: Its origins and applications in modern sociology // Annual Review of Sociology. – 1998. – Vol.24. – P.1-24.
50. Pye A., Kaczmarek S. and Kimino S. Interlocking directorships and firm performance in the highly regulated sectors: The moderating impact of board diversity // Journal of Management and Governance. – 2014. – Vol.18. – P.347-372.
51. Reimann, B. C. Managing for value: A guide to value-based strategic management / B. C. Reimann. – Blackwell Pub, 1990. – 240 p.
52. Return on Equity: a popular, but flawed measure of corporate financial performance / E. du Toit, J. de Wet // South African Journal of Business Management. – 2007. – Vol. 38, N. 1. – P. 59-69.
53. Return on Investment Multipliers / A. E. Grunewald, T. G. Sullivan // Management International Review. – 1972. – P. 57-64.
54. Roudaki J. and Bhuiyan Md.B.U. Interlocking directorship in New Zealand // Australasian Accounting, Business and Finance Journal. – 2015. – Vol.9. – P.45-58.
55. Size and composition of corporate boards of directors: The organization and its environment / J. Pfeffer // Administrative science quarterly. – 1972. – P. 218-228.
56. Size really matters: Further evidence on the negative relationship between board size and firm value / Y. T. Mak, Y. Kusnadi // Pacific-Basin Finance Journal. – 2005. – Vol. 13, N. 3. – P. 301-318.
57. Stevenson W.B. and Radin R.F. Social capital and social influence on the board of directors // Journal of Management Studies. – 2009. – Vol. 46. – P.16-44.
58. Yeo H.-J., Pochet C. and Alcouffe A. CEO reciprocal interlocks in French corporations // Journal of Management and Governance. – 2003. – Vol.7. – P.87-108.
59. Westphal J.D. and Zajac E.J. Defections from the inner circle: Social exchange, reciprocity, and the diffusion of board independence in U.S. corporations // Administrative Science Quarterly. – 1997. – Vol. 42, No 1. – P.161-183.
60. Women on boards and firm financial performance: A meta-analysis / C. Post, K. Byron // Academy of Management Journal. – 2015. – Vol. 58, N. 5. – P. 1546-1571.

# Приложения

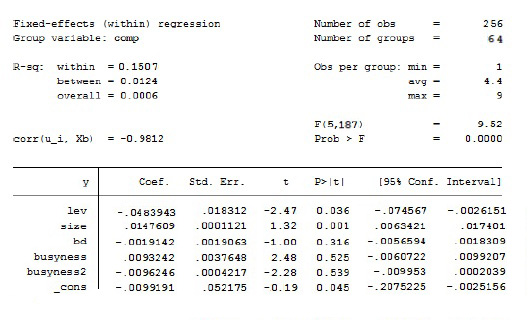
Приложение 1. Описательная статистика переменных



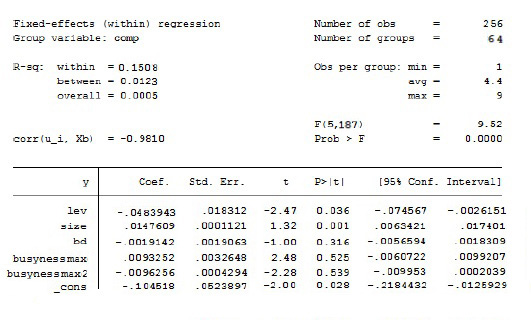
Приложение 2. Результаты регрессионного анализа для модели с рыночной капитализацией (базовая модель)



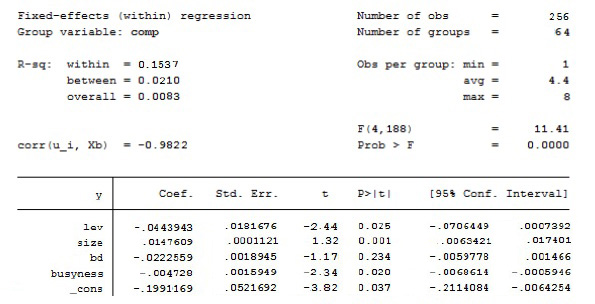
Приложение 3. Результаты регрессионного анализа для нелинейной модели с рыночной капитализацией (показатель занятости – число позиций, занимаемых СЕО на текущий момент)



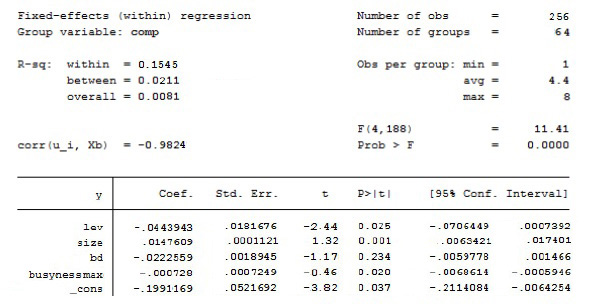
Приложение 4. Результаты регрессионного анализа для нелинейной модели с рыночной капитализацией (показатель занятости – число позиций, занимаемых СЕО за все время пребывания в должности)



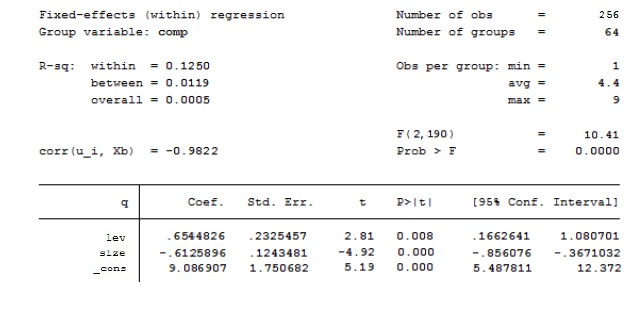
Приложение 5. Результаты регрессионного анализа для линейной модели с рыночной капитализацией (показатель занятости – число позиций, занимаемых СЕО на текущий момент)



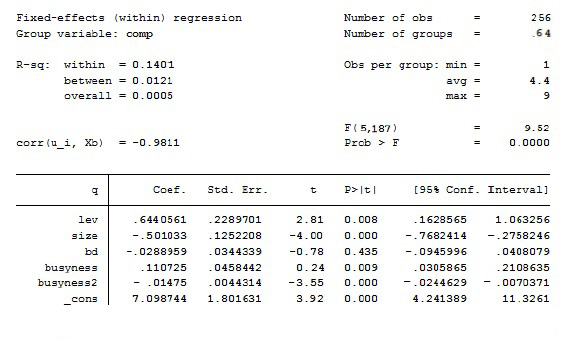
Приложение 6. Результаты регрессионного анализа для линейной модели с рыночной капитализацией (показатель занятости – число позиций, занимаемых СЕО за все время пребывания в должности)



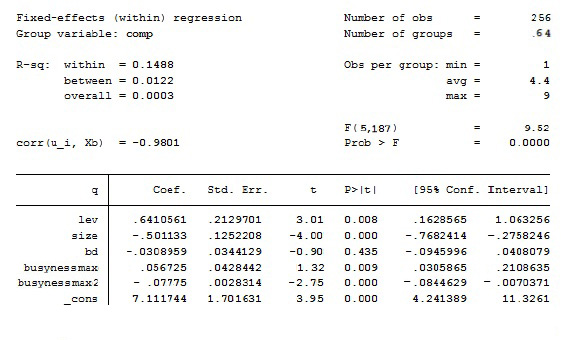
Приложение 7. Результаты регрессионного анализа для нелинейной модели с Q Тобина (базовая модель)



Приложение 8. Результаты регрессионного анализа для нелинейной модели с Q Тобина (показатель занятости – число позиций, занимаемых СЕО на текущий момент)



Приложение 9. Результаты регрессионного анализа для нелинейной модели с Q Тобина (показатель занятости – число позиций, занимаемых СЕО за все время пребывания в должности)



1. Fich, Shivdasani, Apr, 2006. Are Busy Boards Effective Monitors?. The Journal of Finance Vol. LXI, NO. 2 [↑](#footnote-ref-1)
2. Nicholson G.J., Alexander M. And Kiel G.C. Defining the social capital of the board of directors: An exploratory study // Journal of Australian New Zealand Academy of Management. – 2004. – Vol.10. – P.54-72. [↑](#footnote-ref-2)
3. Gabbay S.M. and Leenders R.T.A.J. CSC: The structure of advantage and disadvantage. In: Gabbay S.M. and Leenders R.T.A.J. (Eds.) Corporate Social Capital and Liability. – Boston: Kluwer Academic Publishers, 1999. P.2. [↑](#footnote-ref-3)
4. Nahapiet J. and Ghoshal S. Social capital, intellectual capital, and the organizational advantage // Academy of Management Review. – 1998. – vol. 23. – p. 242-266. [↑](#footnote-ref-4)
5. Johnson S.G., Schnatterly and Hill A.D. Board composition beyond independence: Social capital, human capital, and demographics // Journal of Management. – 2013. – Vol.39. – P. 323-262. [↑](#footnote-ref-5)
6. Park S.H. and Westphal J.D. Social discrimination in the corporate elite: How status affects the propensity for minority CEOs to receive blame for low firm performance // Administrative science quarterly. – 2013. – Vol.58. – P.542-586. [↑](#footnote-ref-6)
7. Nicholson G.J., Alexander M. And Kiel G.C. Defining the social capital of the board of directors: An exploratory study // Journal of Australian New Zealand Academy of Management. – 2004. – Vol.10. – P.54-72. [↑](#footnote-ref-7)
8. Nicholson G.J., Alexander M. And Kiel G.C. Defining the social capital of the board of directors: An exploratory study // Journal of Australian New Zealand Academy of Management. – 2004. – Vol.10. – P.54-72. [↑](#footnote-ref-8)
9. Portes A. Social capital: Its origins and applications in modern sociology // Annual Review of Sociology. – 1998. – Vol.24. – P.1-24. [↑](#footnote-ref-9)
10. Бурдье П. Формы капитала // Экономическая социология. – 2005. – Том 6, № 3. – С.60-74. [↑](#footnote-ref-10)
11. Там же. [↑](#footnote-ref-11)
12. Бурдье П. Формы капитала // Экономическая социология. – 2005. – Том 6, № 3. – С.60-74. [↑](#footnote-ref-12)
13. Цит. по: Portes A. Social capital: Its origins and applications in modern sociology // Annual Review of Sociology. – 1998. – Vol.24. – P.5. [↑](#footnote-ref-13)
14. Portes A. Social capital: Its origins and applications in modern sociology // Annual Review of Sociology. – 1998. – Vol.24. – P.6. [↑](#footnote-ref-14)
15. Adler P.S. and Kwon S.W. Social capital: Prospects for a new concept // The Academy of Management Review. – 2002. – Vol. 27, No 1. – P.17-40. [↑](#footnote-ref-15)
16. Ibid., p.18-19. [↑](#footnote-ref-16)
17. Ibid., p.19. [↑](#footnote-ref-17)
18. Park S.H. and Luo Y. Guanxi and organizational dynamics: Organizational networking in Chinese firms // Strategic Management Journal. – 2001. – Vol.22. – P. 455-477. [↑](#footnote-ref-18)
19. Nicholson G.J. and Kiel G.C. Board Composition and Corporate Performance: How the Australian Experience Informs Contrasting Theories of Corporate Governance // Corporate Governance: An International Review. – 2003. – Vol.11. – P.189-205. [↑](#footnote-ref-19)
20. Roudaki J. and Bhuiyan Md.B.U. Interlocking directorship in New Zealand // Australasian Accounting, Business and Finance Journal. – 2015. – Vol.9. – P.45-58. [↑](#footnote-ref-20)
21. Peng M.W. Outside directors and firm performance during institutional transitions // Strategic Management Journal. – 2004. – Vol.25. – P.453-471. [↑](#footnote-ref-21)
22. Martin G., Gozubuyuk R. and Becerra M. Interlocks and firm performance: The role of uncertainty in the directorate interlock-performance relationship // Strategic Management Journal. – 2015. – Vol. 36. – P.235-253. [↑](#footnote-ref-22)
23. Filatochev I., Chahine S. and Bruton G.D. Board Interlocks and Initial Public Offering Performance in the United States and the United Kingdom: An Institutional Perspective // Journal of Management. – In Press. – DOI: 10.1177/0149206315621145. [↑](#footnote-ref-23)
24. Westphal J.D. and Zajac E.J. Defections from the inner circle: Social exchange, reciprocity, and the diffusion of board independence in U.S. corporations // Administrative Science Quarterly. – 1997. – Vol. 42, No 1. – P.161-183. [↑](#footnote-ref-24)
25. Yeo H.-J., Pochet C. and Alcouffe A. CEO reciprocal interlocks in French corporations // Journal of Management and Governance. – 2003. – Vol.7. – P.87-108. [↑](#footnote-ref-25)
26. Fahlenbrach R., Low A. and Stulz R.M. Why do firms appoint CEOs as outside directors? // Journal of Financial Economics. – 2010. – Vol.97. – P.12-32. [↑](#footnote-ref-26)
27. Кальницкая И.В., Максимочкина М.В. Оценка эффективности и результативности деятельности организаций // Наука и современность. – 2010. – №5-3. – С.183-187; Панфиль Л.А., Муртазина Е.Э. Оценка эффективности деятельности предприятия // Международный журнал прикладных и фундаментальных исследований. – 2016. – №6. – С.753-756. [↑](#footnote-ref-27)
28. ISO 9000 Introduction and support package: Guidance on some of the frequently used words in the ISO 9000 family of standards. 2012. P.9. [↑](#footnote-ref-28)
29. ГОСТ Р ИСО 9000-2001. Системы менеджмента качества: Основные положения и словарь. – М.: 2001. [↑](#footnote-ref-29)
30. Нили Э., Адамс К., Кеннерли М. Призма эффективности. Карта сбалансированных показателей для измерения успеха в бизнесе и управления им. – М.: Баланс-Клуб, 2003. – 400 с. [↑](#footnote-ref-30)
31. Miller C.C., Washburn N.T., Glick W.H. The myth of firm performance // Organization Science. – 2013. – Vol.24. – P.948-964. [↑](#footnote-ref-31)
32. Miller C.C., Washburn N.T., Glick W.H. The myth of firm performance // Organization Science. – 2013. – Vol.24. – Р. 958. [↑](#footnote-ref-32)
33. Концептуальные основы финансовой отчетности. – IFRS Foundation. Режим доступа: http://minfin.ru/ru/perfomance/accounting/mej\_standart\_fo/kons\_msfo. [↑](#footnote-ref-33)
34. См., напр.: Брусов П.Н., Филатова Т.В. Финансовый менеджмент. Долгосрочная финансовая политика. Инвестиции: учебное пособие. – М.: КНОРУС, 2012. – 328 с.; Когденко В.Г. Фундаментальный анализ компании: особенности и ключевые индикаторы // Дайджест-финансы. – 2014. – №4. – С. 2-15. [↑](#footnote-ref-34)
35. Дедкова М.В. Капитализация компании: теоретический аспект // Вестник МГУС. 2007. №1. С.48-50; Ендовицкий Д.А., Бабушкин В.В. Анализ капитализации публичной компании и оценка ее инвестиционной привлекательности // Экономический анализ: теория и практика. 2009. №21. С.2-8; Рудель Л.П. Современное понимание и границы употребления дефиниций, отражающих динамику капитализации промышленных предприятий // Вестник Челябинского государственного университета. 2010. №3. Экономика. Вып. 24. С.88-92. [↑](#footnote-ref-35)
36. Дедкова М.В. Капитализация компании: теоретический аспект // Вестник МГУС. 2007. №1. С.48-50. [↑](#footnote-ref-36)
37. Рудель Л.П. Современное понимание и границы употребления дефиниций, отражающих динамику капитализации промышленных предприятий // Вестник Челябинского государственного университета. 2010. №3. Экономика. Вып. 24. С.90. [↑](#footnote-ref-37)
38. Бухвалов А.В., Волков Д.Л. Исследование зависимости между показателями фундаментальной ценности и рыночной капитализацией российских компаний // Вестник СПбГУ. 2005. Вып. 1. №8. С.26-43. [↑](#footnote-ref-38)
39. Ендовицкий Д.А., Бабушкин В.В. Анализ капитализации публичной компании и оценка ее инвестиционной привлекательности // Экономический анализ: теория и практика. 2009. №21. С.2-8. [↑](#footnote-ref-39)
40. Калина И. Показатели оценки интеллектуального капитала в информационной экономике // Власть. 2011. №1. С.63-67; [↑](#footnote-ref-40)
41. Dybvig P.H. and Warachka M. Tobin’s Q does not measure performance: Theory, empirics, and alternatives / SSRN. – 2015. – Режим доступа: SSRN: [https://ssrn.com/abstract=1562444](https://ssrn.com/abstract=1562444" \t "_blank). [↑](#footnote-ref-41)
42. Годовой отчет ОАО «НК «Роснефть» за 2015 год. [↑](#footnote-ref-42)
43. Годовой отчет ПАО «Аэрофлот» за 2015 год. [↑](#footnote-ref-43)
44. Годовой отчет ПАО «МТС» за 2015 год. [↑](#footnote-ref-44)
45. Годовой отчет ПАО «ВТБ 24» за 2015 год. [↑](#footnote-ref-45)
46. Годовой отчет ОАО «Силовые машины» за 2015 год. [↑](#footnote-ref-46)
47. Fich E.M., White L.J. Why do CEOs reciprocally sit on each other’s boards? // Journal of Corporate Finance. 2005. Vol.11. P.175-195. [↑](#footnote-ref-47)
48. Fich E.M., White L.J. Why do CEOs reciprocally sit on each other’s boards? // Journal of Corporate Finance. 2005. Vol.11. P.193. [↑](#footnote-ref-48)
49. Yeo H.-J., Pochet C. and Alcouffe A. CEO reciprocal interlocks in French corporations // Journal of Management and Governance. – 2003. – Vol.7. – P.87-108. [↑](#footnote-ref-49)
50. Pombo C. and Gutierrez L.H. Outside directors, board interlocks and firm performance: Empirical evidence from Colombian business groups // Journal of Economics and Business. – 2011. – Vol. 63. – P.251-277. [↑](#footnote-ref-50)
51. Flickinger M. Et al. How CEOs protect themselves against dismissal: A social status perspective // Strategic Management Journal. – 2016. – Vol.37. – P.1107-1117. [↑](#footnote-ref-51)
52. Lei, Deng, 2014; Brick, Chidambaran, 2010; Renee, Mehran, 2012 [↑](#footnote-ref-52)
53. Henwood, Doug (1997). Wall Street. London and New York: Verso [↑](#footnote-ref-53)
54. Cashman, Gillan, Jun, 2012; Andres, Bongard, Lehmann, 2013; Arioglu, Kaya, 2014 [↑](#footnote-ref-54)
55. Показатель, взятый из базы данных СКРИН [↑](#footnote-ref-55)
56. Только с 1 сентября 2014 года в силу вступил Федеральный закон №99-ФЗ, согласно которому вместо существующих ранее форм все акционерные общества разделяются на публичные и непубличные. [↑](#footnote-ref-56)
57. Сергей Жишкевич Общественная инициатива «Производительность 2.0» [Электронный ресурс] / Сергей Жишкевич // Деловой портал «Управление производством». – 2010-2017. – Режим доступа: http://www.up-pro.ru/companies/news/iniciativa-proizvoditelnost.html (дата обращения: 04.05.2017) [↑](#footnote-ref-57)
58. Dooley, P., 1969. The interlocking directorate. American Economic Review 59-3, 314-323. [↑](#footnote-ref-58)
59. Mizruchi, M., 1996. What Do Interlocks Do? An Analysis, Critique, and Assessment of Research on Interlocking Directorates. Annual Review of Sociology Vol. 22, 271-298. [↑](#footnote-ref-59)
60. Ferris et al., 2003; Cashman, Gillan, Jun, 2012 [↑](#footnote-ref-60)
61. Fich, Shivdasani, Apr, 2006. Are Busy Boards Effective Monitors?. The Journal of Finance Vol. LXI, NO. 2 [↑](#footnote-ref-61)
62. Arioglu, Emrah and Kaya, Pinar Arioglu, Busyness and Advising at Borsa Istanbul Firms, Jul, 2014 [↑](#footnote-ref-62)
63. Cashman, Gillan, Jun, 2012 [↑](#footnote-ref-63)
64. Cashman, Gillan, Jun, 2012 [↑](#footnote-ref-64)
65. Are busy boards effective monitors? / E. M. Fich, A. Shivdasani // The Journal of finance. – 2006. – Vol. 61, N. 2. – P. 689-724. [↑](#footnote-ref-65)
66. Lei, Deng, 2014 [↑](#footnote-ref-66)
67. Arioglu, Emrah and Kaya, Pinar Arioglu, Busyness and Advising at Borsa Istanbul Firms (July 20, 2014)

    Shivdasani, A., Zenner, M., 1997. Do independent directors enhance shareholder wealth? Journal of Financial Economics 43, 195-218. [↑](#footnote-ref-67)
68. Cashman, Gillan, Jun, 2012 [↑](#footnote-ref-68)