

Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение высшего
профессионального образования
Санкт-Петербургский государственный университет
Институт «Высшая школа менеджмента»

**ХАРАКТЕРИСТИКИ СЕО, СТРАТЕГИЧЕСКИЕ ИЗМЕНЕНИЯ И ФИНАНСОВАЯ
РЕЗУЛЬТАТИВНОСТЬ КОМПАНИИ**

Выпускная квалификационная работа
студентки 4 курса бакалаврской программы,
профиль – Финансовый менеджмент

МЕЩАНОВОЙ Юлии Сергеевны

(подпись)

Научный руководитель:
к.ф.- м.н., доцент

БЕРЕЗИНЕЦ Ирина Владимировна

(подпись)

Санкт-Петербург

2018

Заявление о самостоятельном выполнении Выпускной квалификационной работы

Я, Мещанова Юлия Сергеевна, студентка 4 курса, осваивающая основную образовательную программу бакалавриата по направлению 080500 «Менеджмент» профиля «Финансовый Менеджмент», заявляю, что в моей выпускной квалификационной работе на тему «Характеристики СЕО, стратегические изменения и финансовая результативность компании», представленной в службу обеспечения программ бакалавриата по направлению менеджмент для публичной защиты, не содержится элементов плагиата. Все прямые заимствования из печатных и электронных источников, а также из защищенных ранее курсовых и выпускных квалификационных работ, кандидатских и докторских диссертаций имеют соответствующие ссылки.

Мне известно, что согласно п.12.4.13 «Правил обучения на бакалаврской программе ВШМ СПбГУ», «обнаружение в ВКР студента элементов плагиата (контекстуальное или прямое заимствование текста из печатных и электронных оригинальных источников, а также из защищенных ранее выпускных квалификационных работ, кандидатских и докторских диссертаций без соответствующих ссылок) является основанием для выставления ГАК оценки «неудовлетворительно».

_____ (Подпись)

_____ (Дата)

ОГЛАВЛЕНИЕ

Введение.....	4
ГЛАВА 1. Стратегические изменения и финансовая результативность компании...7	
1.1. Стратегические изменения.....	7
1.2. Подходы к измерению стратегических изменений	14
1.3. Финансовая результативность компании	21
1.4. Взаимосвязь стратегических изменений и финансовой результативности компании.....	31
Выводы по главе 1	36
ГЛАВА 2. Характеристики CEO.....	38
2.1 Роль CEO в деятельности компании	38
2.2 Характеристики CEO и стратегические изменения в компании.....	43
2.3 Характеристики CEO и финансовая результативность компании.....	47
Выводы по главе 2.....	50
Глава 3. Эмпирическое исследование взаимосвязи характеристик CEO, стратегических изменений и финансовой результативности компании.....	52
3.1. Методология.....	52
3.2. Формирование выборки и анализ описательной статистики	56
3.3. Эконометрический анализ	60
3.4. Анализ полученных результатов и выводы	64
Заключение.....	67
Список использованных источников.....	69
Приложения.....	78

ВВЕДЕНИЕ

Стратегия компании определяет успех ее деятельности, поэтому как теоретики, так и практики бизнеса уделяют много внимания стратегическому управлению фирмой. Одно из главных требований к хорошей, качественной стратегии – соответствие внешней среде компании для обеспечения устойчивых конкурентных преимуществ. Однако внешняя среда изменчива, поэтому одним из главных вопросов стратегического управления является адаптация стратегии к условиям внешней среды. Любые изменения, проводимые внутри организации требуют ресурсов на их внедрение и, к тому же, часто встречают сопротивление со стороны организационной системы. Поэтому возникают закономерные вопросы: перевесят ли выгоды стратегических изменений издержки на их внедрение? Как стратегические изменения взаимосвязаны с результативностью компании?

Многочисленные исследования признают роль лидерства в стратегическом управлении компании [Mintzberg, 1978]. Советы директоров и акционеры многих компаний видят в главе компании (СЕО, президенте, генеральном директоре) источник изменений и улучшений, но не каждый СЕО может гарантировать компании развитие и процветание. Например, когда в 2012 году Марисса Майер была единогласно выбрана на пост СЕО компании Yahoo, акционеры ожидали от нее революционных решений, которые вернут компанию на вершину ИТ-бизнеса. Однако обновленная стратегия, идейным вдохновителем которой была Маейр, только усугубила положение: Yahoo несла убытки и в 2017 году была поглощена телекоммуникационной компанией Verizon Communications, Майер же покинула пост СЕО.

В публичной компании процесс выбора и назначения СЕО есть сложный механизм вследствие большого объема информации и пристального внимания со стороны многочисленных заинтересованных сторон. Данный процесс требует строгого контроля, так как компания восприимчива к действиям топ-менеджмента и в какой-то степени становится «отражением» своего лидера [Hambrick and Mason, 1984]. Именно поэтому интерес практиков и исследователей вызывает изучение вопроса взаимосвязи характеристик СЕО и различных аспектов деятельности компании, в числе которых также стратегические изменения и финансовая результативность компании. Какие факторы компании следует учитывать при выборе нового лидера? Как характеристики СЕО отразятся на стратегическом развитии компании и на ее результатах ее деятельности?

Таким образом, обзор исследований в области стратегических изменений, финансовой результативности и характеристик СЕО стал основой для главного вопроса исследования: «существует ли взаимосвязь между характеристиками СЕО, стратегическими изменениями и финансовой результативностью компании?».

Соответственно целью данного исследования является установление взаимосвязи между характеристиками СЕО, стратегическими изменениями и финансовой результативностью компании. Объект исследования – публичные российские компании. Предмет исследования – взаимосвязь между характеристиками СЕО, стратегическими изменениями и финансовой результативности компании. Для выполнения поставленной цели так же был выдвинут ряд задач:

1. Представить обзор литературы, связанной с определением стратегических изменений, с особенностями инициирования и результатами внедрения стратегических изменений в компании.
2. Проанализировать подходы к понятию финансовой результативности и выбрать показатель, соответствующий целям исследования.
3. Представить обзор исследований, посвященных характеристикам СЕО и анализу взаимосвязи характеристик, стратегических изменений и финансовой результативности компании.
4. Провести эмпирическое исследование, направленное на анализ взаимосвязи характеристик СЕО, стратегических изменений и финансовой результативности компании.
5. Проанализировать результаты эмпирического исследования, сделать выводы на их основе и дать практические рекомендации.

Структура ВКР соответствует поставленным целям и задачам и включает: введение, три главы, заключение, список литературы и приложения. Первая глава ВКР посвящена понятиям стратегических изменений и финансовой результативности, а также определению характера взаимосвязи между ними. В главе будут рассмотрены понятие стратегических изменений, а также различные подходы к их измерению. Затем будет уделено внимание понятию финансовой результативности, и приведены различные показатели, измеряющие данную величину. Также будет проведен анализ исследований, посвященных взаимосвязи стратегических изменений и финансовой результативности.

Вторая глава посвящена определению роли характеристик СЕО в инициировании стратегических изменений, а также финансовой результативности компании. В главе будут приведены основные характеристики СЕО, значимые в рамках исследования. Затем будет уделено внимание анализу взаимосвязи характеристик СЕО и стратегических изменений, а также характеристик СЕО и финансовой результативности компании.

Третья глава представляет собой эмпирическое исследование взаимосвязи характеристик СЕО, стратегических изменений и финансовой результативности

компаний. В главе будет представлена методология эконометрического исследования, описано формирование выборки и приведена описательная статистика переменных. Также будут представлены результаты эконометрического анализа, а затем сделаны выводы об основных гипотезах исследования и даны рекомендации.

Для целей исследования была сформирована выборка из российских публичных компаний, чьи акции торговались в период с 2005 года по 2015 год на Московской бирже и на бирже РТС. В качестве источников информации были использованы:

- База данных СКРИН¹;
- База данных СПАРК²;
- Сервер раскрытия корпоративной информации³;
- Официальные сайты компаний.

Для выполнения ВКР были использованы российские и зарубежные статьи и исследования в периодических изданиях, связанные с тематикой ВКР. Для проведения эконометрического исследования был использован статистический пакет Stata.

¹ СКРИН – база данных. [Электронный ресурс] // СКРИН. – Режим доступа: <http://skrin.ru/> (дата обращения: 20.04.2018).

² СПАРК – база данных. [Электронный ресурс] // СПАРК. – Режим доступа: <http://www.spark-interfax.ru/> (дата обращения: 20.04.2018).

³ Центр раскрытия корпоративной информации. [Электронный ресурс] // Центр раскрытия корпоративной информации. – Режим доступа: <https://www.e-disclosure.ru> (дата обращения: 20.04.2018).

ГЛАВА 1. СТРАТЕГИЧЕСКИЕ ИЗМЕНЕНИЯ И ФИНАНСОВАЯ РЕЗУЛЬТАТИВНОСТЬ КОМПАНИИ

Первая глава ВКР посвящена понятиям стратегических изменений и финансовой результативности, а также определению характера взаимосвязи между этими величинами. В главе будут рассмотрены понятия стратегии, стратегические изменения, а также способы их измерения. Также будет проведен анализ понятия финансовой результативности компании и приведены различные показатели, измеряющие данную величину. Наконец, будет уделено внимание проблеме взаимосвязи стратегических изменений и финансовой результативности.

1.1. Стратегические изменения

Стратегия компании вызывает интерес как практиков, так и теоретиков бизнеса, вследствие ее важнейшей роли в формировании успеха компании. Именно ключевая роль стратегии в деятельности компании обусловила существования множества различных подходов к определению этого понятия.

В широком смысле, стратегия – это планирование способов, посредством которых организация или индивид может достичь поставленных целей [Грант, 2012].

Стратегия компании – методы конкуренции и ведения бизнеса, которые выбирает менеджмент для удовлетворения клиентов, успешной конкуренции и достижения глобальных целей организации [Томпсон-мл., Стрикленд, 2009].

Стратегия - определение основных долгосрочных целей и задач предприятия, а также принятие курса действий и распределения ресурсов, необходимых для достижения этих целей [Chandler, 1962].

Стратегия – это совокупность целей и задач, а также политика и планы для достижения этих целей и решения задач, сформулированные таким образом, чтобы определить в какой сфере бизнеса находится или должна находиться компания и какой она является или должна быть [Andrews, 1971].

С точки зрения приведенных выше определений под стратегией понимается некий план действий. Однако в работе [Mintzberg, 1978] данный подход к определению стратегии считается неполным, так как он не учитывает фактическую деятельность компании в области принятия решений, которая не всегда соответствует предварительно разработанным планам. Другими словами, стратегия в определении [Chandler, 1962] есть предполагаемая стратегия, и она не является отражением реальных действий компании. [Mintzberg, 1978] же наряду с предполагаемой стратегией выделяет так называемую реализованную стратегию – реальную деятельность компании – которая является

стратегией в общем смысле и которой должна, по мнению автора, отводиться ключевая роль.

Таким образом, согласно [Mintzberg, 1978] стратегия – устоявшаяся во времени модель принятия решений относительно действий компании и распределения ресурсов, необходимых для достижения целей компании. Другими словами, стратегия сформирована, если в течение определенного времени решения, принимаемые компанией, согласованы между собой определенным образом. В рамках данной ВКР будет использовано приведенное выше определение стратегии.

Стоит сделать несколько замечаний относительно приведенного определения. [Mintzberg, 1978] опирается на термин решение, подразумевая стратегические решения компании. В рамках этого подхода стратегическое решение есть обязательство к последующему действию (как правило, решение касается распределения ресурсов) [Mintzberg et al, 1976]. Таким образом, стратегию согласно [Mintzberg, 1978] можно понимать, как устоявшуюся во времени модель действий компании относительно распределения ее ресурсов.

Согласно [Mintzberg, 1978], формирование стратегии (устоявшейся модели решений) компании происходит в результате взаимодействия трёх сил: внешней среды, организационной системы и лидерства. Внешняя среда бизнеса изменяется непрерывно, однако скорость и интенсивность изменений различна во времени: за долгим периодом относительной стабильности может следовать период потрясений. Организационная система или бюрократия, же прежде всего стремится к стабильности в своих действиях, несмотря на турбулентность внешней среды. В данной ситуации роль лидерства заключается в посредничестве между двумя разнонаправленными силами: внешней средой и организационной системой; лидерство должно способствовать стабильности организационной системы, вместе с тем обеспечивая адаптацию этой системы к изменениям во внешней среде. Результат данного взаимодействия – стратегия – набор согласованных действий, с помощью которых компания на время приходит в состояние равновесия с внешней средой [Mintzberg, 1978].

Для того, чтобы стратегия была эффективной, необходимым условием является достижение стратегического соответствия. Фундаментальное понятие стратегического соответствия подразумевает, что стратегия должна соответствовать как внешней, так и внутренней среде фирмы. Так, существует множество компаний, неудачи которых были вызваны тем, что их стратегия не была совместима с внешней или внутренней средой. В [Грант, 2012] в качестве примера приведена компания General Motors, американский автопроизводитель, долгосрочный спад которой был связан с тем, что компания

продолжала придерживаться идеи о мультибрендовой сегментации рынка, даже когда эта идея не соответствовала реальному положению дел на рынке автомобилей. Для Nintendo, японского производителя видеоигр и игровых консолей, было важно, чтобы принадлежащие компании технологии и ресурсы, позволяли ей придерживаться плана, нацеленного на конкуренцию с Sony и Microsoft [Грант, 2012]. Функция лидерства подразумевает определенный процесс управления стратегией, который в рамках научного подхода принято называть стратегическим управлением.

Стратегическое управление (стратегический менеджмент) – процесс разработки и реализации стратегии, ведущей к долгосрочному превышению уровня результативности компании над уровнем результативности конкурентов [Томпсон-мл. и Стрикленд, 2009]. В [Томпсон-мл., Стрикленд, 2009] приведено пять взаимосвязанных задач стратегического управления:

1. Формирование стратегического видения будущего компании;
2. Постановка целей;
3. Разработка стратегии;
4. Реализация стратегии;
5. Оценка результатов и корректировка стратегического видения, глобальных целей, стратегии и ее реализации с учетом приобретенного опыта, изменившихся условий, появления новых идей и возможностей.

Итак, цель стратегического управления – долгосрочное превышение результативности фирмы над уровнем конкурентов. М. Портер считает, что для достижения этой цели компании необходимы конкурентные преимущества – отличительные черты, позволяющие ей получать более высокую норму прибыли, чем в среднем по рынку [Портер, 2006]. Более того, хорошая стратегия должна обеспечивать наличие у компании устойчивого конкурентного преимущества – конкурентного преимущества, которое не может быть легко скопировано конкурентами, чтобы компания была успешна не только в краткосрочной, но и в долгосрочной перспективе [Barney, 1991].

Таким образом, в рамках управления конкурентным преимуществом фирма должна обладать следующими способностями [Грант, 2012]:

1. Способность достигать конкурентного преимущества;
2. Способность поддерживать устойчивое конкурентное преимущество;
3. Способность присваивать результаты конкурентного преимущества.

Управление конкурентными преимуществами компании происходит в рамках стратегического управления. Как правило, достижение конкурентного преимущества предусматривается еще на этапах формирования и реализации стратегии. Примечательно, что из определения устойчивого конкурентного преимущества не следует, что оно будет существовать вечно; даже если компании удалось обеспечить устойчивое конкурентное преимущество, то из-за изменений внешней среды его устойчивость может оказаться под вопросом, и стратегия компании потребует корректировок, проведение которых входит в задачи стратегического управления. Более того, сильные потрясения во внешней среде, например, технологический прорыв в отрасли, может привести к тому, что отличительные характеристики компании, прежде бывшие основой для конкурентного преимущества, не будут более создавать ценности для бизнеса. Следовательно, компания будет вынуждена искать новые источники конкурентного преимущества или же вовсе уйти из отрасли (в случае диверсифицированных корпораций), что потребует от нее корректировки стратегии.

В соответствии с приведенными выше доводами, можно сделать заключение, что задача стратегического управления, связанная с корректировкой стратегии, является решающей в деятельности компании. Корректировки стратегии в рамках научного подхода часто называют стратегическими изменениями.

В рамках подхода [Mintzberg, 1978] стратегическое изменение есть реакция компании на изменение во внешней среде, ограниченная организационной системой и, затем, усиленную или ослабленную посредством лидерства. Следовательно, в соответствии с выбранным определением стратегии [Mintzberg, 1978], стратегическое изменение – это изменение в устоявшейся модели принятия решений компании, новое (с точки зрения существующей стратегии) стратегическое решение: если решение выходит за рамки устоявшейся модели, то происходит стратегическое изменение.

Несомненно, в работах других исследователей были предложены иные подходы к определению стратегического изменения. Некоторые авторы в рамках исследования выбирают узкий подход к определению конкретного понятия. Так, в работе [Wiersema and Bantel, 1992] в исследовании определяют стратегическое изменение как изменение в продуктовой диверсификации компании, в исследовании [Sanders and Carpenter, 1998] – как изменение в географической диверсификации компании, в работе [Hoskisson and Hitt, 1988] – как изменение в уровне инвестиций в НИОКР. В целом, данные подходы не противоречат [Mintzberg, 1978], однако некоторые исследователи находят в них недостатки [Brunninge, Nordqvist, Wiklund, 2007]. Узкий подход сосредотачивается на отдельном аспекте всего многообразия стратегических изменений, которые могут

происходить в компании, что приводит к слишком упрощенному и ограниченному взгляду на стратегические изменения. При исследовании конкретной отрасли такой фокусированный подход будет уместен, однако в рамках общего определения подход [Mintzberg, 1978] кажется более оправданным. Следовательно, он является более универсальным и практически применимым. Таким образом, данное исследование будет опираться на определение стратегического изменения по [Mintzberg, 1978].

[Mintzberg, 1978] считает, что стратегия есть определенная стабильность, в рамках которой стратегические изменения происходят, но редко. Однако многие исследователи области стратегического управления полагают, что изменения в стратегии должны происходить постоянно, чтобы обеспечивать непрерывную адаптацию организации к внешней среде [Томпсон-мл. и Стрикленд, 2009]. В работе [Минтцберг, Куинн и Гошал, 2001] полагают, что в основе любой стратегии есть фундаментальная дилемма – необходимость примирить стабильность и изменчивость. С одной стороны, постоянство предполагает концентрацию усилий, которая позволяет достичь максимизации результата. Однако, если внешняя среда изменяется, то без соответствующей адаптации усилия могут не принести желаемого результата.

По мнению [Минтцберг, Куинн, Гошал, 2001] компании в попытке балансировать между двумя конфликтными по своей природе силами занимают то одну, то другую сторону. Следовательно, стратегии могут в течение долгого периода времени претерпевать незначительные изменения, при этом существенные, кардинальные изменения совершаются крайне редко. Например, за период 1940-1970 гг. в стратегии компании Volkswagen такое кардинальное изменение произошло лишь раз: при переходе от традиционного дизайна «жука» к автомобилю, более близкому по дизайну к «Ауди». Однако логично предположить, что за этот период происходили и другие изменения в стратегии компании, однако их масштабы и интенсивность сделали их едва заметными, незначительными в общем контексте, даже несмотря на накопленный эффект долгосрочного влияния таких изменений [Минтцберг, Куинн, Гошал, 2001].

В исследовании [Miller and Friesen, 1984] также полагают, что на практике многие компании придерживаются этой модели поведения, и на основании данного предположения выдвигают «квантовую» теорию изменений стратегии. Суть «квантовой» теории заключается в том, что в разные моменты времени компании придерживаются одной из двух схем. В течение относительно длительного времени компания следует устоявшейся стратегии, совершая лишь небольшие корректировки и усовершенствования, которые исследователи называют эволюционными стратегическими изменениями. Одновременно с этим происходят изменения во внешней среде, которые могут носить как

постепенный, так и стремительный характер. Когда компания понимает, что ее стратегия более не соответствует ситуации, то она инициирует радикальные изменения – «стратегическую революцию» – и переходит к новым способам ведения бизнеса. В работе [Miller and Friesen, 1984] фактически выделяют два типа стратегических изменений: эволюционные и революционные. Представляется возможным провести аналогию с терминологией, применяемой в [Томпсон-мл., Стрикленд, 2009], где, однако, не проводят четкой классификации изменений: например, для обозначения эволюционных стратегических изменений авторы используют слово реформы или постепенные изменения, а революционные изменения называют радикальными или стремительными.

В [Томпсон-мл., Стрикленд, 2009], рассматривая стратегические изменения разделяют их на две другие группы: адаптивные и активные, причем принадлежность изменений одной из групп зависит от позиции компании на рынке. Так, согласно [Abell, 1999], в любой отрасли есть компании-первопроходцы – активные лидеры, которые первыми пересматривают свои стратегии, как только замечают появление новых возможностей или угроз во внешней или внутренней среде. Также на рынке действуют и компании-последователи – осторожные участники рынка с консервативным управлением, которые обычно внедряют изменения, только когда уверены в их успехе. [Abell, 1999] отмечает, что компания самостоятельно решает, какую позицию на рынке выбрать, так как ни одна из них не является истинно верной. Следовательно, не следует определять и единственно правильный способ преобразования стратегии как внедрение только адаптивных или только активных изменений: любой из приведенных двух видов может быть результативным. [Abell, 1999] все же предостерегает, что слишком частые новаторские смены стратегии, которые совершают компании-лидеры, могут быть подозрительны со точки зрения рынка и вызывать резонансную реакцию с его стороны, а также приводить в замешательство покупателей и работников.

Как было отмечено выше, квантовая теория полагает, что компания попеременно придерживается либо стабильности, либо перемен. С точки зрения результативности того или иного вида изменений, [Miller and Friesen, 1984] отмечают, что каждый из них наиболее эффективен в определенных условиях и что неверный с точки зрения соответствия внешней среде выбор «стороны» (например, чрезмерная приверженность стабильности) или же смешение двух сил может являться причиной стратегических неудач компании. [Минтцберг, Куинн, Гошал, 2001] в отношении данного вопроса считают, что в рамках стратегического управления первостепенной становится способность правильно определять момент, когда необходимо осуществлять революционные стратегические изменения. Так, по мнению автора, чрезмерная

формализация и стандартизация процесса стратегического управления, которая может выражаться в стандартном пересмотре стратегии каждые два года, приводит к снижению чувствительности организации к реальным переменам во внешней среде.

Итак, процесс стратегического управления крайне важен для деятельности компании, и традиционно в компании существуют человек или группа людей, которые осознанно или неосознанно (что встречается довольно редко) участвуют в формировании стратегии компании, в том числе инициировании и внедрении стратегических изменений. Подходы к стратегическому управлению во всех компаниях различаются в зависимости от многих факторов: наличия специальной группы по разработке стратегии, роли функциональных или региональных менеджеров, организационной культуры компании [Brodwin and Bourgeois, 1984]. Однако несмотря на различия, существует черта, присущая каждому подходу: как правило, стратегические решения принимает топ-менеджер компании (СЕО/генеральный директор) [Томпсон-мл., Стрикленд, 2009]. Поэтому в рамках исследования стратегических изменений много внимания уделяется взаимосвязи характеристик СЕО и стратегических изменений в компании [Carpenter, 2000; Zhang, 2006; Zhang and Rajagopalan, 2010].

Ключевая роль СЕО в стратегическом управлении подразумевает постановку целей компании, чтобы у стратегии было направление. Очевидно, что цель деятельности компании является отражением целей ее собственников. При этом согласно [Jensen and Meckling, 1976] как рациональный экономический субъект собственник желает максимизировать собственную полезность, которая выражается в максимизации стоимости компании. Однако для наемного менеджера, который не имеет доли в капитале компании, главная ценность – личная выгода, которая, несомненно, частично зависит от процветания компании, однако может быть от нее отделена. Суть агентской проблемы состоит в том, что конфликт интересов акционера и менеджера приводит к тому, что менеджер не всегда будет действовать в интересах акционера и, соответственно компании. Исследователи агентской проблемы предлагали множество различных механизмов корпоративного управления, которые бы уменьшили ее негативное влияние на компанию, одним из которых является совет директоров компании.

[Томпсон-мл., Стрикленд, 2009] считают, что роль совета директоров в стратегическом управлении сводится к надзору за тем, чтобы менеджеры реализовали все пять задач стратегического управления в соответствии с целями акционеров. Не следует ожидать от совета директоров глубокого понимания всех стратегических вопросов и оригинальных предложений по развитию стратегии: главная задача совета – надзор и контроль. Первейшая обязанность совета – конструктивная критика подхода СЕО,

особенно в случае, если прибыльность и доля рынка компании уменьшается [Donaldson, 1995]. Другой важной практической задачей совета является оценка компетенции топ-менеджмента (в частности CEO) в вопросе разработки и реализации стратегии. На основании данной оценки должны приниматься конкретные решения о вознаграждении CEO или даже о его отставке. Например, советы директоров компаний AT&T, Compaq Computer, RiteAid, придя к заключению, что CEO недостаточно адаптирует стратегию компании к новым условиям рынка, настаивали на его отставке и назначении нового управленца [Lorsch and Khurana, 1999].

Если предположить, что совет директоров эффективно справляется с задачей надзора и контроля, тогда CEO должен участвовать в процессе стратегического управления с одной целью – максимизировать богатство акционеров [Child, 1974; Hambrick and Schecter, 1983]. Богатство акционеров растет, когда компания является успешной и прибыльной, демонстрирует хорошие результаты деятельности.

Вопрос результативности компании является ключевым для стратегического управления, что отражается в приведенном ранее определении, и, соответственно, для исследователей данной области. В этой связи, вопросы о результативности компании, а именно определение данного понятия, его измерение и взаимосвязь с другими характеристиками компании становились предметом многих исследований и также будут рассмотрены в данной работе. Не меньший интерес исследователей вызывает и соотношение в рамках компании стратегического процесса, в частности стратегических изменений, и результативности компании.

Прежде чем перейти к вопросу результативности, стоит уделить внимание еще одному важному аспекту стратегических изменений, а именно их измерению; данный вопрос имеет особое значение в рамках дальнейшего практического применения способов измерения.

1.2. Подходы к измерению стратегических изменений

Существует множество способов измерения стратегических изменений, которые различаются в зависимости от подходов к определению стратегических изменений. Так, подходы можно условно разделить на две группы: фиксирующие факт стратегических изменений и измеряющие уровень стратегических изменений. Исследования, придерживающиеся первого подхода, при изучении стратегических изменений приводят их к двум крайним формам: стратегическому постоянству и непосредственно стратегическим изменениям и просто фиксируют факт стратегического изменения, используя для этого бинарные переменные при моделировании [Gordon et al., 2000; Virany

et al., 1992]. Такой подход, например, применяется в исследовании [Zajac and Shortell, 1989], посвященному анализу стратегий больниц в США. Исследователи использовали в своей работе классификацию компаний, предложенную [Miles and Snow, 1978], которые выделяют четыре типа компаний в зависимости от применяемых стратегий: разведчики, анализаторы, защитники и реакторы. [Zajac and Shortell, 1989] оценивали стратегию больниц два года подряд, и, если компания меняла тип, то исследователи отмечали данный факт, как стратегическое изменение. Например, в исследовании [Virany et al., 1992] для установления факта совершения стратегического изменения была разработан перечень, включающий действия по инициированию и внедрению изменений, которые обычно совершают менеджеры. На основе опроса топ-менеджмента компаний исследователи фиксировали совершение или несвершение этих действий менеджерами, чтобы вынести решение: произошло стратегическое изменение или не произошло.

Второй подход к измерению стратегических изменений не просто фиксирует факт свершения стратегического изменения, а подразумевает оценку уровня стратегических изменений. Иными словами, в рамках данного подхода можно оценить, насколько сильно компания меняет свою стратегию. Следует отметить, что существуют различные показатели измерения уровня стратегических изменений вследствие различных подходов к определению стратегических изменений, а именно узкого и широкого.

Так, некоторые исследователи стратегических изменений определяют их через изменение в продуктовом портфеле компании, соответственно и предложенные меры уровня стратегических изменений опираются на данное предположение. Например, [Wiersema and Bantel, 1992] используют подобный подход в работе, посвященной исследованию влияния характеристик высшего менеджмента на стратегические изменения в компаниях из Fortune 500. В качестве вспомогательного инструмента исследователи используют меру корпоративной диверсификации, предложенную [Jasquemin and Berry, 1979], которая отражает степень продуктового разнообразия в стратегии компании; показатель корпоративной диверсификации рассчитывается по формуле 1.

$$D = \sum_{i=1}^N P_i * \ln\left(\frac{1}{P_i}\right) \quad (1)$$

где P_i – доля продаж компании в i -м сегменте бизнеса в общих продажах компании;

N – количество бизнес-сегментов, в которых работает компания.

При этом сам уровень стратегических изменений рассчитывается по формуле 2 [Wiersema and Bantel, 1992], чем больше значение показателя, тем выше уровень стратегических изменений.

$$SC_t = \left| \frac{D_t + D_{t-1}}{D_{t-1}} \right| \quad (2)$$

Где D_t – показатель корпоративной диверсификации в момент времени t ;

D_{t-1} – показатель корпоративной диверсификации в момент времени $(t-1)$.

В исследовании [Haveman, 1992] измерение уровня стратегических изменений основывалось на схожем подходе к определению стратегических изменений. [Haveman, 1992] исследовал стратегические изменения в американских компаниях, принадлежащих отрасли сбережений и займов. Исследователь выделил 8 сегментов бизнеса, в которых компании могут вести деятельность. В качестве меры уровня стратегических изменений используется сумма абсолютных изменений объема инвестиций (в долларах) по каждому из выделенных сегментов по сравнению с прошлым годом, показатель рассчитывается по формуле 3. В соответствии с мнением автора, чем больше данная сумма, тем более значительны изменения в стратегии компании.

$$SC_t = \sum_{i=1}^N (Inv_{i,t} - Inv_{i,t-1}) \quad (3)$$

Где $Inv_{i,t}$ – объем инвестиций в сегмент i в момент времени t ;

$Inv_{i,t-1}$ – объем инвестиций в сегмент i в момент времени $(t-1)$;

N – количество бизнес-сегментов, в которых работает компания.

Если в исследованиях [Wiersema and Bantel, 1992; Haveman, 1992] придерживались узкого подхода к определению стратегических изменений, использование которого может быть оправдано отраслевой спецификой, то в ряде исследований используется широкий подход к определению стратегических изменений. Например, подобного подхода придерживаются в исследовании [Brunninge, Nordqvist, Wiklund, 2007], посвященном анализу взаимосвязи корпоративного управления и стратегических изменений в шведских публичных компаниях. По мнению исследователей, стратегические изменения включают в себя изменения во внутренней среде фирмы, ее рынках и продуктах, действиях по контролю затрат, а также проактивных решениях. Индекс измерения уровня стратегических изменений учитывает 11 аспектов, отражающих, по мнению [Brunninge, Nordqvist, Wiklund, 2007], стратегические изменения. Исследователи определяли, сталкивалась ли компания в отчетном году с такими преобразованиями, как:

1. сокращение персонала;

2. значительное сокращение расходов;
3. сокращение, продажа или закрытие неэффективных предприятий;
4. внедрение более сложных систем контроля затрат;
5. начало ведения бизнеса в новой для компании стране;
6. начало бизнеса в новом регионе в Швеции;
7. применение новых методов маркетинга;
8. существенное изменение организационной структуры компании;
9. значительное изменение внутренних операций компании;
10. начало производство нового продукта/услуги;
11. начало разработки нового продукта/услуги;

Менеджеры исследуемых компаний оценивали произошло ли данное изменение или нет. Для измерения ответов использовались бинарные переменные, которым присваивалось значение 1 при положительном ответе, значение 0 в противном случае. Индекс уровня стратегических изменений рассчитывался по формуле 4 [Brunninge, Nordqvist, Wiklund, 2007].

$$SC = \frac{\sum_{i=1}^{11} X_i}{11} \quad (4)$$

В исследовании [Hambrick and Schechter, 1983], посвященном анализу взаимосвязи стратегических изменений и финансовой результативности в зрелых промышленных предприятиях, для расчета индекса уровня стратегических изменений было использовано 12 показателей, каждый из которых характеризует определенный аспект стратегии компании. Среди этих показателей:

1. выручка от новой продукции;
2. инвестиции в НИОКР;
3. расходы на маркетинг;
4. качество продукции (оценивается через коэффициент брака на производстве);
5. средняя цена продукции;
6. доля рынка (по основному сегменту бизнеса);
7. продуктивность работников;
8. производственные издержки;
9. доля дебиторской задолженности в выручке компании;
10. доля запасов в выручке компании;
11. коэффициент годности основных средств;
12. коэффициент загруженности производственных мощностей.

Приведенные показатели оценивались с промежутком в два года; в качестве меры уровня стратегических изменений использовалось среднее арифметическое относительных изменений показателей за два года.

В исследовании [Feitler et al, 1998] также придерживаются широкого подхода к определению стратегических изменений и для измерения их уровня выбирают составной показатель, несмотря на то, что в фокусе анализа стратегические изменения и финансовая результативность компаний конкретной отрасли – автомобильных перевозок в США. Чтобы измерить стратегические изменения, было выбрано шесть ключевых аспектов стратегии компаний данной отрасли. В таблице 1 представлены сведения о том, как измерялся каждый аспект стратегии.

Таблица 1

Измерение ключевых аспектов стратегии

Показатель	Формула
Издержки	$\frac{\text{Операционные расходы}}{\text{Объем перевозок (в милях)}}$
Эффективность	$\frac{\text{Объем оказанных услуг (в милях)}}{\text{Количество транспортных единиц}}$
Цена	$\frac{\text{Выручка}}{\text{Объем перевозок (в тоннах)}}$
Риск	$\frac{\text{Долг}}{\text{Собственный капитал}}$
Уровень обслуживания	$\frac{\text{Расходы на заработную плату}}{\text{Количество сотрудников}}$
Размер компании	Выручка

[Составлено по: Feitler J. N., Corsi T. M., Grimm C. M. Strategic and Performance Changes Among LTL Motor Carriers: 1976-1993 // Transportation Journal – 1998 – №37 – С. 5-12.]

Для каждого из показателей оценки стратегии находилось среднее значение и стандартное отклонение на исследуемой выборке компаний, затем каждой мере присваивалось значение (положительное или отрицательное число) в зависимости от того, на сколько стандартных отклонений данная величина больше или меньше среднего значения выборки. Подобная оценка проводилась в два момента времени, а затем было рассчитано абсолютное изменение каждого из шести показателей по каждой компании. Итак, индекс стратегических изменений в компании представляет собой сумму абсолютных изменений по каждому из шести измерений. Стоит отметить, что данный способ оценки стратегических изменений представляется эффективным, благодаря подбору показателей, который в полной мере характеризует особенности отрасли.

В соответствии с выбранными в данной работе подходами к определению стратегии и стратегических изменений по [Mintzberg, 1978] наиболее целесообразным представляется способ измерения стратегических изменений, впервые предложенный [Finkelstein and Hambrick, 1990], и применявшийся затем в других исследованиях [Carpenter, 2000; Zhang, 2006; Zhang and Rajagopalan, 2010]. [Finkelstein and Hambrick, 1990] тоже обращаются к определению стратегии и стратегических изменений по [Mintzberg, 1978] и предлагают использовать индекс для измерения уровня стратегических изменений в компании. Индекс рассчитывается на основе показателей, которые представлены в таблице 2. Следует отметить, что изначально [Finkelstein and Hambrick, 1990] включали только 6 первых показателей, а затем в исследовании [Carpenter, 2000] был включен дополнительный показатель – международная деятельность, так как по мнению исследователя в современных условиях глобализации данный аспект деятельности компании необходимо принимать во внимание. В целом, применение индекса допускает вариации во включаемых в него показателях, если это обусловлено страновой или отраслевой спецификой [Zhang and Rajagopalan, 2010].

Таблица 2

Элементы индекса стратегических изменений

Номер	Показатель	Формула
1	Доля расходов на рекламу в выручке	$\frac{\text{Расходы на рекламу}}{\text{Выручка}}$
2	Доля расходов на НИОКР в выручке	$\frac{\text{Расходы на НИОКР}}{\text{Выручка}}$
3	Коэффициент годности основных средств	$\frac{\text{Остаточная стоимость ОС}}{\text{Первоначальная стоимость ОС}}$
4	Уровень непроизводственных расходов	$\frac{\text{Коммерческие и управленческие расходы}}{\text{Выручка}}$
5	Уровень запасов	$\frac{\text{Запасы}}{\text{Выручка}}$
6	Финансовый леверидж	$\frac{\text{Долг}}{\text{Собственный капитал}}$
7	Международная деятельность	$\frac{\text{Выручка от деятельности за границей}}{\text{Выручка}}$

[Составлено по: Finkelstein, S. Top management team tenure and organizational outcomes: The moderating role of managerial discretion / S. Finkelstein, D. Hambrick // Administrative Science Quarterly. – 1990. – №35. – P. 484–503; Carpenter, M.A. The Price of Change: The Role of CEO Compensation in Strategic Variation and Deviation From Industry Strategy Norms / M.A. Carpenter // Journal of Management. – 2000. – №26(6). – P. 1179-1198.]

Расчет индекса состоит из трех этапов:

1. На первом этапе рассчитывается абсолютная величина изменения каждого из показателей за выбранный промежуток времени. Затем, чтобы показатель отражал изменение стратегии вследствие управленческого решения, а не общеотраслевой тенденции, следует нивелировать отраслевое влияние на показатели. Так, в исследовании [Zhang and Rajagopalan, 2008] корректируют показатель, вычитая изменение медианы по отрасли (формула 5).

$$SC_{k,t} = |(X_{k,t} - X_{k,(t-1)}) - (M_{k,t} - M_{k,(t-1)})|, i = 1, \dots, N. \quad (5)$$

Где $X_{k,t}$ – значение показателя для компании k в момент времени t ;

$X_{k,t-1}$ – значение показателя для компании k в момент времени $(t-1)$;

$M_{k,t}$ – значение медианы показателя для компании k по отрасли в момент времени t ;

$M_{k,t-1}$ – значение медианы показателя для компании k по отрасли в момент времени $(t-1)$;

N – количество показателей, включаемых в индекс.

2. На втором этапе проводится центрирование и нормирование каждого из показателей (формула 6).

$$NSC_{k,t} = \frac{SC_{k,t} - M(SC_{k,t})}{\sigma(SC_{k,t})} \quad (6)$$

Где $SC_{k,t}$ – значение показателя для компании k в момент времени t ;

$M(SC_{k,t})$ – математическое ожидание случайной величины $SC_{k,t}$;

$\sigma(SC_{k,t})$ – среднеквадратическое отклонение случайной величины $SC_{k,t}$.

3. На третьем этапе рассчитывается сам индекс как среднее арифметическое шести показателей, скорректированных на влияние отрасли (формула 7). Чем больше значение показателя, тем выше уровень стратегических изменений в компании.

$$I_{kt} = \frac{\sum_{k=1}^N |NSC_{k,t}|}{N} \quad (7)$$

Где $NSC_{k,t}$ – изменение показателя для компании k в момент времени t ;

N – количество показателей, включаемых в индекс.

Приведенные показатели часто применяются в исследованиях, посвященных изучению стратегического менеджмента. Интенсивность рекламы, интенсивность исследований – это основные показатели, характеризующие распределение ресурсов в компании; коэффициент годности основных средств характеризует техническое состояние

основных средств компании; уровень непроизводственных расходов описывает структуру расходов фирмы; доля запасов в выручке характеризует управление оборотным капиталом в компании (сколько месяцев понадобится компании, чтобы продать все запасы товаров); финансовый левэридж – общепринятая мера, описывающая стратегию финансирования компании [Schoeffler, Buzzell, Heany, 1974; Schendel and Patton, 1978].

Исследователи аргументируют выбор данных показателей рядом причин. Во-первых, по мнению [Finkelstein and Hambrick, 1990] каждый из показателей может иметь важное влияние на результативность фирмы. Во-вторых, данные для расчета данных показателей являются доступными (в рамках исследования публичных компаний). Наконец, по мнению исследователей, данные показатели потенциально контролируются топ-менеджерами, что соответствует целям исследования [Finkelstein and Hambrick, 1990], так как авторы рассматривали влияние CEO на стратегические изменения в компании.

Что касается обоснованности использования индекса, то исследователи считают, что если показатели по отдельности сосредоточены на конкретном значительном аспекте стратегического профиля фирмы, то при их комбинации в сводный показатель раскрывается взаимодополняющий характер измерений и, таким образом, составной показатель отражает полную картину стратегического профиля компании.

1.3. Финансовая результативность компании

1.3.1. Показатели результативности деятельности компании

Одной из основных задач стратегического управления является постановка целей компании, то есть необходимость ответить на вопрос о том, что является фундаментальной и основополагающей целью деятельности фирмы. Существует подход, полагающий, что главной целью фирмы является максимизация ценности акционеров [Jensen, 2001; Wallace, 2003]. Несмотря на существование и другого мнения, в том числе основанного на теории заинтересованных лиц и считающего, что компания функционирует для того, чтобы приносить выгоды не только инвесторам, но и всем остальным заинтересованным лицам (работникам, поставщикам, местным сообществам и т.д.), Д. Л. Волков [Волков, 2006] считает, что максимизация ценности фирмы для акционеров исконно является основной целью компании. Другой задачей стратегического управления является оценка степени достижения целей компании, то есть ее эффективности или результативности. Следовательно, оценка эффективности, результативность компании является обязательным в рамках деятельности любой компании.

Следует отметить, что разнообразие исследований, посвященных тематике эффективности и результативности фирмы, стало причиной появления множества подходов к определению и измерению данного понятия. Так, сложности возникают из-за многообразия языков написания исследований и особенностей переводов. В англоязычной литературе можно встретить термины «effectiveness», «efficiency», «performance». При этом «effectiveness» означает результативность, степень достижения установленных для организации целей, а «efficiency» – экономичность, дает представление о том, насколько экономично функционирует фирма, сопоставляя получаемые результаты с затраченными ресурсами [Федотов, 2012]. Термин «performance» однако употребляется исследователями намного чаще, так как оно является более ёмким и, в зависимости от контекста и определения автора, может отражать как общую результативность фирмы, так и достижение целей в конкретной области деятельности. Академическое сообщество не первый год дискутирует по вопросам терминологии, уровня анализа, показателей измерения и концептуальным основам оценки эффективности [Ford and Schellenberg, 1982]. Принимая во внимание все большее число исследований, затрагивающих данную тематику, можно предположить, что консенсус по поводу определений и прочих аспектов не будет достигнут в обозримом будущем [Kanter and Brinkerhoff, 1981].

Так, в рамках стратегического менеджмента существует различные подходы (и соответствующие им показатели) к измерению результативности компании. Например, в исследовании [Venkatraman and Ramanujam, 1986] выделяют три подхода.

1. Финансовая результативность (financial performance). Данный подход предполагает доминирование финансовых и экономических целей в системе ценностей компании. Таким образом, концепция предполагает использование простых финансовых показателей, отражающих достижение экономических целей фирмы.
2. Операционная результативность (operational performance). Более широкая трактовка, которая учитывает так же операционные аспекты деятельности. Помимо финансовых показателей в оценку включаются такие нефинансовые показатели как доля рынка, качество продукции и т.д.
3. Организационная результативность (organizational effectiveness). Данный подход предполагает существование в организации сложной системы целей, в том числе включающей цель удовлетворения заинтересованных сторон. Из-за сложности и широты данного подхода не разработана общая система оценки результативности.

[Parmenter, 2007] также выделяет три группы показателей, которые могут быть использованы для измерения результативности, но их использование преследует разные цели.

1. Key Result Indicators (KRI) – показатели дают четкое представление о том, движется ли компания в правильном направлении, однако не способствуют пониманию того, что нужно сделать, чтобы улучшить результаты. Среди таких показателей: удовлетворенность покупателей и клиентов, прибыльность клиентов.
2. Key Performance Indicators (KPI) – совокупность нефинансовых показателей, направленных на те аспекты организационной деятельности, которые являются наиболее важными для нынешнего и будущего успеха организации. Именно использование этих показателей позволяет принимать управленческие решения для повышения результативности.
3. Performance Indicators (PI) – показатели, не вошедшие в предыдущие две группы, среди них есть как финансовые, так и нефинансовые показатели. Являются дополнением к KPI.

В данном исследовании под результативностью компании будет пониматься именно финансовая результативность, как во многих российских [Ильина, Березинец, Орлова, 2009; Березинец, Ильина, Черкасская, 2013] и зарубежных исследованиях [Hambrick and Schechter, 1983; Haveman, 1992; Zhang and Rajagopalan, 2010].

Принято выделять две группы показателей оценки финансовой результативности: бухгалтерские и рыночные показатели; каждая из групп показателей имеет свои преимущества и недостатки, которые будут рассмотрены далее.

1.3.2. Бухгалтерские показатели финансовой результативности

Расчет бухгалтерских показателей производится на основе данных, полученных из финансовых отчетов. Часто для оценки финансовой результативности используются различные абсолютные показатели прибыли: Чистая прибыль, прибыль до вычета налогов, процентов и амортизации (ЕБИТДА), прибыль до вычета процентов и налогов (ЕБИТ). Стоит отметить, что если цель исследования – оценка развития одной компании, то динамика абсолютных показателей еще позволит сделать определенные выводы. Однако если исследование подразумевает работу с выборкой из множества компаний, то тогда следует использовать относительные показатели. Среди них выделяют показатель ROI (return on investments) – рентабельность инвестиций, и его производные: ROA (return on assets) – рентабельность активов, и ROE (return on equity) – рентабельность собственного капитала.

В соответствии с [Брейли, Майерс, 2014] ROI рассчитывается по формуле 8:

$$ROI = \frac{Earnings}{Investment} \quad (8)$$

где Earnings – один из измерителей чистого дохода компании;

Investment – инвестиции.

Рентабельность инвестиций является наиболее общим показателем для измерения бухгалтерской эффективности: соотношения экономического эффекта и затрат (инвестиций), вызвавших этот эффект. Данный показатель может использоваться как для оценки результативности целой компании, так и отдельного проекта. ROI позволяет не просто оценить доходность, но и используется для сравнения со стоимостью привлеченного капитала, чтобы принимать управленческие решения с [Брейли и Майерс, 2014]. Несмотря на проблемы, присущие ROI как бухгалтерскому показателю, исследователи [Woo and Willard, 1983; Chakravarthy, 1986] рекомендуют его к использованию, так как эмпирические исследования подтверждают его способность «отделять» компании с плохой результативностью от тех, кто показывает внушительные результаты. [Woo and Willard, 1983] полагают, что если рентабельность инвестиций правильно дополнить другими мерами результативности, то комбинированный показатель будет давать всестороннее и полное представление о результативности компании [Hambrick and Schechter, 1983].

ROA – рентабельность активов, производный от ROI показатель, в общем виде рассчитывается по формуле 9 [Брейли, Майерс, 2014]:

$$ROA = \frac{NOI}{Assets} \quad (9)$$

где NOI – чистая операционная прибыль;

Assets – активы компании.

Рентабельность активов – мера операционной эффективности бизнеса, которая не должна быть подвержена влиянию финансовой политики компании [Брейли и Майерс, 2014]. ROA измеряет эффективность использования активов компании вне зависимости от источников финансирования. ROA применяют как меру финансовой результативности в многих исследованиях [Sanders and Carpenter, 1998; Allgood and Farrell, 2003; Zhang and Rajagopalan, 2008].

Стоит отметить, что существуют три различных модификации рентабельности активов в зависимости от подходов к определению активов организации, которому также должно соответствовать конкретное определение прибыли. Первый подход – рентабельность совокупных активов (ROTA) – представлен в формуле 10: активы

определяют как стоимость совокупных активов компании, в качестве показателя прибыли принята чистая прибыль до уплаты процентов.⁴

$$ROTA = \frac{EBI}{Total\ Assets} \quad (10)$$

где EBI – чистая прибыль до уплаты процентов;

Total Assets – балансовая стоимость совокупных активов.

В соответствии со вторым подходом – рентабельностью чистых активов (RONA) – активы определяют как чистые активы – активы, финансируемые платными источниками капитала, в качестве показателя прибыли также принята чистая прибыль до уплаты процентов. Показатель RONA рассчитывается по формуле 11.⁵

$$RONA = \frac{EBI}{Net\ Assets} \quad (11)$$

где EBI – чистая прибыль до уплаты процентов;

Net Assets – балансовая стоимость чистых активов.

Третий подход – рентабельность чистых операционных активов (RNOA) – определяет активы как чистые операционные активы – активы, финансируемые только за счет собственного капитала. В качестве показателя прибыли выбрана скорректированная чистая прибыль до уплаты процентов: корректировка осуществляется на величину разницы между процентами к уплате и процентами к получению. Показатель RNOA рассчитывается в соответствии с формулой 12.⁶

$$RONA = \frac{EBI^{adj}}{Net\ Operating\ Assets} \quad (12)$$

где EBI^{adj} – скорректированная чистая прибыль до уплаты процентов;

Net Assets – балансовая стоимость чистых операционных активов.

RNOA позволяет преодолеть ограниченность и некорректность традиционных показателей рентабельности активов. Суть в том, что в RONA и ROTA наряду с операционной деятельностью учитывается инвестиционная, таким образом данные показатели не могут служить мерой чистой операционной эффективности, в то время как в RNOA данный недостаток устранен за счет корректировок. Однако невзирая на преимущества RNOA наиболее часто в исследованиях применяют подход RONA [Волков, 2006].

⁴ Финансовый анализ: учебно-методическое пособие / Д. Л. Волков, Т. А. Гаранина, Е. Д. Никулин; Высшая школа менеджмента СПбГУ. - Санкт-Петербург : Высшая школа менеджмента, 2014. - 138 с.

⁵ Финансовый анализ: учебно-методическое пособие / Д. Л. Волков, Т. А. Гаранина, Е. Д. Никулин; Высшая школа менеджмента СПбГУ. - Санкт-Петербург : Высшая школа менеджмента, 2014. - 138 с.

⁶ Финансовый анализ: учебно-методическое пособие / Д. Л. Волков, Т. А. Гаранина, Е. Д. Никулин; Высшая школа менеджмента СПбГУ. - Санкт-Петербург : Высшая школа менеджмента, 2014. - 138 с.

ROE – рентабельность собственного капитала тоже используется в качестве меры финансовой результативности [Smith and Grimm, 1997; Andres and Vallelado, 2008; Vu et al, 2017]. Показатель ROE рассчитывается по формуле 13⁷:

$$ROE = \frac{NI}{Capital} \quad (13)$$

Где NI – бухгалтерская чистая прибыль;

Capital – балансовая стоимость собственного капитала.

В отличие от ROA, на рентабельность собственного капитала влияют все виды деятельности (операционная, финансовая, инвестиционная), которыми занимается компания. Рентабельность собственного капитала показывает отдачу на единицу денежных средств, вложенных акционерами в компанию. Таким образом, ROE может выступать как показатель результативности с точки зрения собственников компании. Показатель ROE используется инвесторами как критерий принятия решения при выборе объекта инвестиций: чем выше значение рентабельности собственного капитала, тем более привлекательно компания выглядит на фоне других альтернатив [Vu et al, 2017].

Что касается практического применения, то ROE довольно успешно используется при анализе деятельности компании посредством трехфакторной модели DuPont, которую одноименная компания разработала еще в 20-м веке [Брейли, Майерс, 2014]. В соответствии с моделью рентабельность собственного капитала можно разложить следующим образом (формула 14):

$$ROE = ROS * K_{АТО} * FL_{ев} \quad (14)$$

Где ROS – рентабельность продаж;

$K_{АТО}$ – коэффициент оборачиваемости активов;

$FL_{ев}$ – финансовый рычаг (отношение активов к собственному капиталу компании).

Посредством факторного анализа модель позволяет оценить вклад каждого показателя в рентабельность собственного капитала и найти пути повышения результативности компании.

Несмотря на такие преимущества бухгалтерских показателей, как относительная простота расчетов и доступность данных для расчета, у них все же есть существенные недостатки [Chakravarthy, 1986]. Во-первых, велика вероятность манипулирования учетными данными, с целью улучшения показателей или сокрытия нарушения закона [McGuire and Schneeweis, 1983]. Во-вторых, на итоговые показатели отчетности значительное влияние оказывают амортизация, оценка запасов и внеоборотных активов, а

⁷ Финансовый анализ: учебно-методическое пособие / Д. Л. Волков, Т. А. Гаранина, Е. Д. Никулин; Высшая школа менеджмента СПбГУ. - Санкт-Петербург : Высшая школа менеджмента, 2014. - 138 с.

также особенности признания доходов и расходов, способ расчета которых определяется учетной политикой, которая значительно различается от компании к компании. В-третьих, на глобальном уровне национальные системы учета сильно различаются (например, US GAAP и РСБУ), что в принципе делает невозможным сравнение некоторых показателей по компаниям из разных стран. Несмотря на попытку привести все компании к ведению отчетности по МСФО и успехи в этой области, исторические данные приводить в соответствие с новыми стандартами компании скорее всего не планируют. Наконец, бухгалтерские показатели отражают только историю фирмы, в то время как многие исследования (например, в области стратегического менеджмента) нуждаются в мерах, способных отразить потенциал роста компании в будущем [Rapraort, 1981]

1.3.3. Рыночные показатели финансовой результативности

При расчете рыночных показателей помимо информации из бухгалтерской отчетности необходимы также данные рынков ценных бумаг. Среди рыночных показателей финансовой результативности можно выделить Коэффициент Тобина, EVA (economic value added) – экономическую добавленную стоимость и MVA (market value added) – рыночную добавленную стоимость.

Коэффициента Тобина (Tobin's Q) используют для измерения финансовой результативности в исследованиях, например, в [Pandey et al, 2015; Wang et al. 2016]. Несмотря на широкое применение данного показателя существует множество различных подходов к его расчету. Коэффициент Тобина был разработан Джеймсом Тобином и Уильямом Брейнардом, в соответствии с первоначальной концепцией которых коэффициент рассчитывался по формуле 15 [Tobin and Brainard, 1977]:

$$Tobin's Q = \frac{\text{Рыночная стоимость компании}}{\text{Восстановительная стоимость активов}} \quad (15)$$

где Рыночная стоимость компании – рыночная стоимость собственного капитала и долга компании;

Восстановительная стоимость активов – сумма расходов, необходимых для приобретения всех активов фирмы по текущим ценам.

Если рыночная стоимость собственного капитала есть показатель доступный для всех публичных компаний, то рыночная оценка долга – сложный вопрос для многих компаний; что касается восстановительной стоимости, то не всегда возможно найти аналог активам компании [Arselus et al, 2005]. Для решения данных проблем во многих исследованиях применяется модифицированный метод расчета коэффициента Тобина, представленный в формуле 16 [Chung and Pruitt, 1994; Landsman and Shapiro, 1995]:

$$Tobin's Q = \frac{MVE + PS + D}{TA} \quad (16)$$

где MVE – рыночная капитализация компании (рыночная стоимость собственного капитала);

PS – балансовая стоимость привилегированных акций;

D – балансовая стоимость долговых обязательств;

TA – балансовая стоимость активов компании.

Если значение коэффициента Тобина больше единицы, то рыночная оценка компании превышает ее балансовую стоимость, так как рыночная стоимость отражает ценность активов, которые нельзя измерить или учесть в балансе [Scharfenaker and Santos, 2015]. В данном случае считают, что у компании есть возможности роста в будущем, которых рынок ожидает, что отражается в ценах акций. Если же величина коэффициента меньше единицы, то рынок недооценивает активы компании, вероятно из-за того, что рост компании в будущем, по мнению рынка, маловероятен [Scharfenaker and Santos, 2015].

Многие исследователи, однако, полагают, что использование коэффициента Тобина в качестве единственного показателя результативности может быть проблематичным именно из-за того, что его можно альтернативно рассматривать как меру для возможностей инвестиций или роста фирмы, а не как чистую меру финансовой результативности. В соответствии с данным предположением следует включать в исследования также другие показатели (например, ROA и ROE) для укрепления надежности результатов исследования [Pandey et al, 2015].

Показатели EVA и MVA, также используемые для оценки финансовой результативности компании, основаны на концепции ценностно-ориентированного менеджмента, в соответствии с которой управление компанией должно быть направлено на создание и максимизацию ценности акционеров в долгосрочной перспективе [McTaggart et al, 1994]. Для начала необходимо определить показатель остаточной прибыли, который является первостепенным при расчетах EVA и MVA. Под остаточной прибылью понимается бухгалтерская прибыль организации за вычетом затрат на капитал (формула 17)⁸:

$$RI = NI - k_e * E \quad (17)$$

где NI – чистая прибыль;

k_e – затраты на капитал;

E – балансовая стоимость собственного капитала.

⁸ Финансовый анализ: учебно-методическое пособие / Д. Л. Волков, Т. А. Гаранина, Е. Д. Никулин; Высшая школа менеджмента СПбГУ. - Санкт-Петербург : Высшая школа менеджмента, 2014. - 138 с.

Остаточная прибыль также применяется для оценки финансовой результативности, но является сугубо бухгалтерским показателем.

EVA является модификацией показателя остаточной прибыли; EVA была разработана компанией Stern Stewart & Co и является зарегистрированным товарным знаком. Д. Л. Волков [Волков, 2006]. относит показатель экономической добавленной стоимости к бухгалтерским показателям результативности, однако существует так же точка зрения, что так как в расчетах используется средневзвешенная стоимость капитала, то показатель следует относить к рыночным показателям результативности. Экономическая добавленная стоимость рассчитывается по формуле 18 [Волков, 2006]:

$$EVA = NOPAT - WACC * Capital \quad (18)$$

где NOPAT – чистая операционная прибыль после уплаты налогов;

WACC – средневзвешенная стоимость капитала;

Capital – балансовая стоимость всех активов, необходимых компании для ведения операций.

Если EVA принимает положительные значения, значит компания эффективно использует капитал, предоставленный акционерами и кредиторами; эффективность в данном случае достигается за счет превышения рентабельности инвестиций над стоимостью их привлечения.

К несомненным преимуществам EVA можно отнести широкие возможности практического применения. Показатель позволяет обнаружить звенья в компании, которые не создают ценности долгое время и дает основание для реструктуризации [Брейли, Майерс, 2014]. EVA дает наглядное представление о стоимости капитала и стимулирует управленцев уделять финансированию и связанным с ним аспектам деятельности больше внимания. Так, в [Ehrbar, 1998] приводят пример корпорации Herman Miller, известного американского производителя офисного оборудования, которая, начав применять показатель экономической добавленной стоимости, пришла к заключению, что ей необходимо полностью пересмотреть систему закупок, так как она требовала слишком больших затрат. Более того, показатель EVA стал основой системы вознаграждения менеджеров, так как он служит маркером того, насколько эффективно менеджеры используют капитал компании [Брейли, Майерс, 2014].

Несмотря на множество преимуществ, EVA присущи и некоторые недостатки. Так, в показателе не отражаются будущие денежные потоки и, соответственно, их приведенная стоимость. Таким образом, в начале запуска нового проекта компания может иметь отрицательную EVA, так как из-за особенностей учета масштабные затраты НИОКР

списываются сразу полной суммой. Однако, данный недостаток возможно нивелировать, если при расчете показателя внести соответствующие изменения в бухгалтерские данные.

Показатель рыночной добавленной стоимости MVA был введен Б. Стартом [Stewart, 1990], однако Д. Л. Волков [Волков, 2006] считает, что данный показатель логичнее называть добавленной фундаментальной ценностью. В соответствии с [Stewart, 1990] показатель рассчитывается по формуле 19:

$$MVA = \sum_{j=1}^{\infty} \frac{RI_j}{(1+k)^j} \quad (19)$$

где RI_j – величина остаточной прибыли в период j ;

k – ставка требуемой доходности.

Первоначально показатель MVA был выведен из формулы 20 [Волков, 2006]:

$$V_E = E_0^{BV} + \sum_{j=1}^{\infty} \frac{RI_j}{(1+k)^j} \quad (20)$$

где E_0^{BV} – балансовая стоимость собственного капитала на момент оценки;

V_E – ценность собственного капитала;

где RI_j – величина остаточной прибыли в период j ;

k – ставка требуемой доходности.

На практике MVA рассчитывается как разность между рыночной капитализацией и балансовой стоимостью собственного капитала. Таким образом, положительное значение MVA отражает увеличение ценности акционеров вследствие ожидаемой на бесконечном промежутке времени положительной остаточной прибыли. Стоит отметить, что MVA, как и EVA, используется в качестве основы системы вознаграждения менеджмента компаний.

Выше были приведены наиболее часто используемые показатели для измерения финансовой результативности компании. Основной вопрос данной темы состоит в том, какой из показателей является наилучшим для применения на практике. Стоит отметить, что у каждого показателя есть свои достоинства и недостатки, которые кратко были изложены. Многие исследователи предпринимали попытки выявить наилучший показатель [Knight, 1998; Morin and Jarell, 2001].

[Morin and Jarell, 2001] оценивали показатели с точки зрения их точности и сложности расчета. В соответствии с оценкой [Morin and Jarell, 2001] среди приведенных в данной работе показателей наилучшим является MVA, затем следует EVA, так как уступает в точности. Бухгалтерские показатели еще менее точны, более того, исследователи объединяют их в одну группу, так как не видят между ними существенных различий в рамках качества.

[Knight, 1998] использует более сложное сопоставление показателей, но по тем же параметрам (точность и сложность). В анализ не был включен показатель MVA, а наилучшим среди представленных в данной работе является EVA. Что касается бухгалтерских показателей, то по мнению [Knight, 1998] рентабельность чистых активов предпочтительнее для использования, чем рентабельность собственного капитала.

1.4. Взаимосвязь стратегических изменений и финансовой результативности компании

При изучении стратегических изменений наибольший интерес, несомненно, вызывает вопрос о том, отражаются ли внедренные изменения на финансовой результативности компании в будущем. Однако, прежде чем перейти к анализу данной проблемы, стоит уделить внимание тому, как соотносятся между собой стратегические изменения и результативность компании в предшествующие периоды.

Согласно мнению многих исследователей, финансовая результативность выполняет роль сигнала для менеджеров о положении компании [Child, 1974; Hambrick and Schecter, 1983]. До тех пор, пока результативность фирмы будет соответствовать требованиям и ожиданиям руководства, внутренние ресурсы будут распределяться в режиме «статус-кво», то есть в соответствии с действующей стратегией [Child, 1974; Oster, 1982]. Низкий уровень результативности (в сравнении с предыдущими периодами или среднеотраслевыми показателями) заставит менеджеров задуматься об эффективности текущей стратегии и, возможно, внести некоторые корректировки [Child, 1974; Graham and Richards, 1979; Hambrick and Schecter, 1983; Ginsberg, 1988; Goes, 1989]. Если низкая финансовая результативность сопровождается явными изменениями во внешней среде компании, то вопрос о несостоятельности стратегии становится еще более остро. [Ginsberg, 1988]. Согласно некоторым работам, например, [Graham and Richards, 1979; Boeker, 1989; Goes, 1989], фирмы, демонстрирующие низкую результативность, с большей вероятностью меняют стратегии, в сравнении с компаниями, у которых результативность демонстрирует положительную динамику. Однако исследователи отмечают, что некоторые компании все же сопротивляются изменениям, даже когда демонстрируют не лучшие результаты [Wiersema and Bantel, 1992]. Несмотря на это, многие исследования стратегических изменений включают предшествующую финансовую результативность в качестве независимой или контрольной переменной, основываясь на том, что она характеризует склонность фирмы отклоняться от «статуса-кво» в стратегических действиях [Markides, 1995; Wiersema and Bantel, 1992].

Признавая значительность такого фактора, как результативность компании в прошлом, стоит отметить, что наибольший интерес исследователей области стратегического управления вызывает вопрос о вероятных последствиях осуществления стратегических изменений в компании, в частности изменении финансовой результативности.

Данной проблематике посвящено большое количество исследований, проведенных с использованием различных методов и на больших выборках компаний различной страновой и отраслевой принадлежности. Несмотря на это, не представляется возможным сделать однозначные выводы о характере взаимосвязи стратегических изменений и финансовой результативности или, в особенности, о возможном влиянии стратегических изменений на результативность, так как результаты исследований значительно различаются. Так, в ряде исследований удалось сделать вывод о том, что стратегические изменения улучшили финансовые показатели [Hambrick and Schecter, 1983; Haveman, 1992; Zajac and Kraatz, 1993]. В других исследованиях аналогичные стратегические изменения ухудшили финансовые показатели. Существует так же третья группа исследований, где не удалось сделать однозначных выводов о взаимосвязи двух величин [Kelly and Amburgey, 1991; Zajac and Shortell, 1989; Smith and Grimm, 1987]. Наконец, наибольшее внимание вызывают исследования, которые обнаружили, что характер взаимосвязи между изменениями стратегии и финансовой результативностью может зависеть от типа изменений, отраслевой среды, организационной особенностей и т.д. [Hambrick and Schecter, 1983; Zhang and Rajagopalan, 2010; Wang et al, 2016].

С целью определить характер взаимосвязи стратегических изменений и финансовой результативности компании будут рассмотрены различные доводы, аргументирующие точки зрения исследователей данного вопроса.

Много исследователей поддерживает идею об адаптивном эффекте стратегических изменений, которая подразумевает, что эти изменения улучшают финансовую результативность компании. Аргументы в поддержку данного подхода в совокупности свидетельствуют о том, что стратегические изменения могут способствовать улучшению портфеля конкурентных преимуществ компании, которые в свою очередь, позволяют компании улучшать финансовую результативность в сравнении с конкурентами. Так, если компания способна верно распознать сигналы внешней среды, то сможет раньше конкурентов использовать потенциально выгодные возможности [Simsek, 2007] или же избежать неблагоприятных угроз [Nadkarni and Herrmann, 2010]. Логично предположить, что для реализации возможности или нейтрализации угрозы потребуются стратегические изменения, соответственно именно они будут катализатором улучшения конкурентных

позиций фирмы через усиление ее конкурентных преимуществ. Как правило высокий уровень стратегических изменений отражает смелое и рисковое мышление фирмы, которое формируется в течение всей жизни компании путем новых стратегических действий или даже стратегических экспериментов [Hambrick and Schecter, 1983; Haveman, 1992; Zajac and Kraatz, 1993]. Известно, что в современном мире жесткой конкуренции и быстро трансформирующихся экономических условий фирмы, которые поддерживают «статус-кво» в стратегии, склонны сохранять портфель из устаревших продуктов и услуг, и именно поэтому теряют долю рынка и, как результат, в лучшем случае способны вести операции с минимальной прибылью или вовсе уйти с рынка [McDougall and Oviatt, 1996; D'Aveni et al., 2010]. Таким образом, изменение стратегии компании, которое часто выражается в предложении инновационных продуктов и услуг или выходе на новые рынки, является важным элементом усиления конкурентного преимущества компании с целью повышения уровня финансовой результативности [Hitt, Keats and DeMarie, 1998; Nerkar and Roberts, 2004].

Ряд исследователей придерживается мнения о том, что стратегические изменения несут деструктивный характер и поэтому вредят компании. Суть заключается в том, что новые стратегические решения являются причиной появления дополнительных издержек, что ухудшает показатели финансовой результативности [Hannan and Freeman, 1984]. Основой такой точки зрения является экологическая теория [Hannan and Freeman, 1977, 1984, 1989], которая утверждает, что изменениям всегда противостоит инертность фирмы, стабильность структуры, которая надежно обеспечивала ее деятельность в течение определенного времени. Когда в компании внедряется стратегическое изменение, то, в соответствии с принятыми определениями, меняется модель распределения ресурсов. Таким образом, компании может потребоваться реструктуризация внутренних процессов, с последующим обучением текущего персонала, или же подбором нового, пересмотром отношений с поставщиками и клиентами, а также других процедур по адаптации к изменениям [Hannan and Freeman, 1984; Singh et al, 1986]. Считается, что компания в целом и отдельные индивиды в ее структуре имеют ограниченный потенциал освоения новых знаний и практик [Cohen and Levinthal, 1990]. Следовательно, существенные изменения в структуре распределения ресурсов компании могут привести к значительным нагрузкам на управленческие ресурсы и организационные системы фирмы [Penrose, 1959]. В течение периода переориентации, который следует за изменением, организация значительную часть своих ресурсов от операционной деятельности направляет на реструктуризацию, что несомненно снижает эффективность операций как минимум в

краткосрочной перспективе, до тех пор, пока операции не будут налажены [Haveman, 1992].

Таким образом, при имплементации стратегических изменений у компании возникает два вида издержек: непосредственно издержки внедрения (например, новое оборудование и персонал) и издержки адаптации (недополучение компанией дохода из-за снижения эффективности процессов). Логично предположить, что увеличение издержек в свою очередь приведет к снижению финансовой результативности. Стоит отметить, что если существуют определенные совпадения между прежними и новыми практиками, то есть когда уровень стратегических изменений не высок, то эти издержки значительно меньше чем в ситуации, когда стратегические изменения радикальны и структура распределения ресурсов существенно отличается от исторической модели фирмы, что не позволяет ей эффективно управлять изменениями [Ahuja and Katila, 2001; Cohen and Levinthal, 1990; Rosenkopf and Almeida, 2003; Tallman et al., 2004]. Таким образом, тем сильнее деструктивное влияние стратегических изменений на финансовую результативность, чем значительнее уровень этих изменений.

Приведенные выше подходы к концептуализации влияния стратегических изменений на финансовую результативность придерживаются диаметрально противоположных точек зрения в отношении рассматриваемого вопроса. Однако, данные подходы не противоречат друг другу, так как всего лишь рассматривают одно и то же явление с разных сторон, следовательно, представляется возможным объединить два подхода с целью получения более полноценного взгляда на взаимосвязь стратегических изменений и финансовой результативности. Соответствующего интегрированного подхода к концептуализации влияния стратегических изменений на финансовую результативность придерживаются в исследовании [Zhang and Rajagopalan, 2010], принимая во внимание как адаптивный, так и деструктивный характер стратегических изменений.

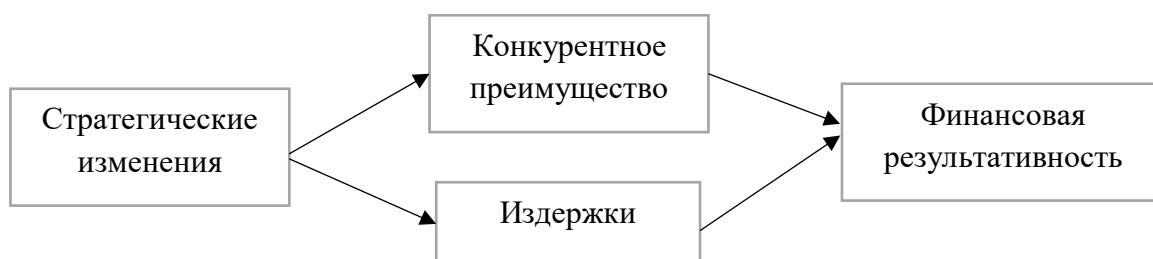


Рис. 1 Концептуальная модель взаимосвязи стратегических изменений и финансовой результативности

Концептуализация, соответствующая предположениям [Zhang and Rajagopalan, 2010], представлена на рисунке 1. Исследователи основывались на предположениях подходов, приведенных выше. Во-первых, стратегические изменения позволяют компании адаптироваться к изменениям во внешней среде, что усиливает конкурентные преимущества фирмы и, как следствие, улучшает финансовую результативность. Во-вторых, внедрение новых стратегических решений требует дополнительных инвестиций и нарушает привычный для компании процесс, создавая дополнительные издержки, которые уменьшают финансовую результативность.

Итак, оба эффекта изменений, адаптивный и разрушительный, усиливаются с увеличением уровня изменений, однако темпы роста влияния эффектов различны, что и позволит в дальнейшем определить, когда изменения полезны для компании, а когда являются угрозой [Zhang and Rajagopalan, 2010]. Так, темпы роста адаптивного эффекта стратегических изменений уменьшаются по мере роста уровня стратегических изменений. Это связано с тем, что существует определенный предел улучшения конкурентного преимущества посредством согласования компании с внешней средой путем изменения стратегии. Иными словами, если уровень изменений уже довольно высок, то решение менеджмента инициировать добавочные изменения в поддержку уже имеющихся в проекте не принесет такой большой отдачи, как внедрение изменений на стадии, когда компания поддерживала «статус-кво».

Ситуация же с деструктивным эффектом иная. Так, влияние деструктивного эффекта усиливается, причем с увеличивающимися темпами, по мере роста уровня стратегических изменений. Когда уровень изменений относительно невысок, то новые решения могут соответствовать существующим возможностям и ресурсам фирмы и основываться на существующих организационных компетенциях [Lant et al., 1992]. Соответствия между новой и прежней моделями распределения ресурсов позволяет фирме управлять изменениями, легко встраиваться в компанию, поэтому величина издержек на внедрение таких изменений незначительна [Ahuja and Katila, 2001; Cohen and Levinthal, 1990; Rosenkopf and Almeida, 2003; Tallman et al., 2004]. Однако по мере дальнейшего роста уровня стратегических изменений предельное увеличение деструктивного эффекта становится все более значительным. Это связано с тем, что стратегические изменения охватывают все больше аспектов деятельности компании, а разрывы со старой моделью ведения операций и нарушения привычных шаблонов деятельности, вызванные этими изменениями, усиливают друг друга и приводят к эскалации разрушительного эффекта. Поэтому, когда фирма претерпевает значительные изменения в нескольких стратегических аспектах одновременно, она вынуждена сопровождать эти изменения

значительными инвестициями и интенсивным, если не истощающим, использованием управленческих ресурсов, что приводит к дополнительным издержкам и снижению результативности [Kor and Leblebici, 2005].

Так как согласно выбранному подходу, стратегические изменения несут как позитивное, так и негативное влияние, то конечный эффект стратегических изменений на результативность является чистым результатом воздействия адаптивного и деструктивного эффектов стратегических изменений. В исследовании [Zhang and Rajagopalan, 2010] предполагают, что весь спектр стратегических изменений можно условно разделить на две группы: с низким и высоким уровнем изменений. При низких уровнях стратегических изменений адаптивный эффект доминирует над разрушительным эффектом, то есть выгоды от усиления конкурентных преимуществ компании превышают издержки, что оказывает положительное влияние на результативность компании. Напротив, при высоких уровнях стратегических изменений деструктивный эффект доминирует над адаптивным эффектом: издержки адаптации слишком велики и выгоды от усиления конкурентного преимущества их не покрывают, поэтому уровень стратегических изменений оказывает общее негативное влияние на результативность компании. Поэтому [Zhang and Rajagopalan, 2010] выдвинули гипотезу об квадратичном характере взаимосвязи уровня стратегических изменений и финансовой результативности компании и эмпирически подтвердили ее на выборке публичных американских компаний.

Проведенный анализ исследований взаимосвязи стратегических изменений и финансовой результативности позволяет выдвинуть следующую гипотезу:

Гипотеза 1: Имеет место нелинейная взаимосвязь между уровнем стратегических изменений и финансовой результативностью компании.

Стоит отметить, что [Zhang and Rajagopalan, 2010], как и многие другие исследователи интересовались вопросом о том, какие факторы внешней и внутренней среды компании могут быть значимыми в рамках анализа взаимосвязи стратегических изменений и финансовой результативности [Hambrick and Schecter, 1983; Wang et al, 2016]. Следует отметить, что наибольший интерес исследователей вызывает роль управленческих структур, CEO или совета директоров, в инициировании и внедрении стратегических изменений.

Выводы по главе 1

Существует множество подходов к определению таких понятий как стратегия компании и стратегическое изменение. В данной работе был принят подход, в соответствии с которым стратегическое изменение есть изменение в устоявшейся модели

принятия решений компании, новое (с точки зрения существующей стратегии) стратегическое решение [Mintzberg, 1978]. Разнообразие подходов к определению стратегических изменений породило и множество показателей измерения уровня стратегических изменений. Однако наиболее достоверным и всеобъемлющим в рамках данной работы представляется составной показатель, впервые предложенный [Finkelstein and Hambrick, 1990].

Что касается результативности, то было отмечено, что среди исследователей не существует множество подходов к измерению результативности компании, в рамках данной ВКР рассматриваться будет финансовая результативность компании. Выделяют две группы показателей для измерения финансовой результативности: бухгалтерские и рыночные показатели. К бухгалтерским показателям принято относить различные коэффициенты рентабельности (ROI, ROA, ROE) а также показатели прибыли (чистая прибыль, EBITDA, EBIT). К рыночным показателям относят коэффициент Тобина, экономическую добавленную стоимость и рыночную добавленную стоимость. Несмотря на попытки выявить наилучший показатель финансовой результативности, научное сообщество еще не достигло согласия в данном вопросе.

Исследования в области проблематики взаимосвязи стратегических изменений и финансовой результативности значительно расходятся как в аргументации, так и в результатах исследований. Анализ исследований позволил предположить, что стратегические изменения воздействуют на финансовую результативность двумя способами: через усиление конкурентных преимуществ компании и через увеличение издержек. В зависимости от того, какой эффект, адаптивный или деструктивный преобладает, стратегические изменения либо улучшают, либо ухудшают финансовую результативность. В результате анализа представленной в исследованиях аргументации была выдвинута следующая гипотеза:

Гипотеза 1: Имеет место нелинейная взаимосвязь между уровнем стратегических изменений и финансовой результативностью компании.

ГЛАВА 2. ХАРАКТЕРИСТИКИ СЕО

Вторая глава ВКР посвящена определению роли СЕО в иницировании стратегических изменений, а также финансовой результативности компании. В главе будут приведены характеристики СЕО, которые, по мнению исследователей, играют важную роль в деятельности компании. Также будет рассмотрена взаимосвязь характеристик СЕО, стратегических изменений и финансовой результативности компании.

2.1 Роль СЕО в деятельности компании

В последние годы значительная часть исследований была сосредоточена на том, как руководители высшего звена влияют на стратегическое развитие компании и организационные результаты. Сторонники теории высшего звена (Upper Echelons Theory) считают, что организации восприимчивы к действиям топ-менеджмента и что компания в какой-то степени становится «отражением» ее руководителей [Hambrick and Mason, 1984]. Принимая решение, индивидуумы не только ориентируются на доступную и актуальную информацию, но и интерпретируют ее в соответствии с личными качествами, опытом и ценностями [Cyert and March, 1963]. Именно поэтому большой интерес у исследователей вызывают характеристики топ-менеджмента и их взаимосвязь с различными аспектами деятельности компании, в особенности финансовой результативностью. Однако несмотря на важность руководителей высшего звена в целом, главная роль всё же как правило отводится СЕО – Главному исполнительному директору компании, которого в международной практике также именуют так же Управляющим директором (Managing Director), а в российской - Генеральный директор, Директор, или же Президентом.

Характеристики СЕО, которые влияют на принятие решений, можно условно разделить на две группы: характеристики личности СЕО и характеристики опыта СЕО. Принято считать, что личность СЕО – это относительно постоянная, укоренившаяся позиция, которая влияет на то, как СЕО обрабатывает и интерпретирует информацию об окружающей среде, организации и его собственных возможностях [Finkelstein et al., 2009]. В рамках личностных характеристик СЕО исследователи обращают внимание на нарциссизм, локус восприятия, а также иные психологические конструкты, которые влияют на восприятие индивидуумом мира и самого себя [Hiller and Hambrick, 2005; Chatterjee and Hambrick, 2007; Simsek, 2007]. Вторая группа касается опыта СЕО, который отражает основные характеристики СЕО, обеспечивающие большую часть знаний и ценностей, которыми руководствуется топ-менеджер при формировании суждений и принятии решений, относящихся к компании [Wang et al., 2016]. Группа характеристик

довольно обширна и включает, например, возраст, уровень образования, срок работы на посту CEO, срок работы в компании, срок работы в отрасли, опыт работы в конкретном подразделении компании и т.д. В рамках данной ВКР интерес вызывает взаимосвязь характеристик CEO, стратегических изменений, а также финансовой результативности компании.

Возраст CEO считается важной характеристикой, влияющей на процесс принятия решений. [Wiersema and Bantel, 1992] полагают, что в компаниях, возглавляемых более молодыми CEO можно наблюдать более высокий уровень стратегических изменений, так как молодые CEO проявляют большую склонность к риску. У них было меньше возможностей для накопления богатства и знаний, поэтому в стратегии они могут использовать агрессивные и нестандартные подходы, надеясь на получение большой и быстрой прибыли [Yim, 2013]. Однако из-за ограниченного опыта молодых CEO им часто сложно понять и оценить возможность того, что их стратегический выбор был неверен, поэтому они будут продолжать стратегические изменения, даже несмотря на большой риск неудачи.

Более зрелые CEO, напротив, менее склонны инициировать изменения в стратегии компании. Так, у них более ограниченные способности к обучению, поэтому они редко используют новые подходы и практики. Кроме того, зрелые CEO уже обладают определенным богатством, состоянием и ментально нацелены на сохранение как этого богатства, так и «богатства» компании, поэтому избегают использования незнакомых рискованных подходов [Serfling, 2014]. Зрелые менеджеры также лишены самоуверенности, склонны сомневаться в своих решениях и готовы изменить мнение, если узнают о потенциальном негативном исходе решения [Taylor, 1975]. В результате им может не хватить решимости, необходимой для руководства стратегическими изменениями. Так, исследователи подтвердили, что более зрелые CEO менее склонны совершать рискованное слияние и поглощение, направляют меньше инвестиций в НИОКР, а также реже принимают решения в пользу международной диверсификации [Hitt and Tyler, 1991; Barker and Mueller, 2002; Herrmann, 2002].

В части взаимосвязи возраста CEO и финансовой результативности компании существуют разные мнения. С одной стороны, полагая, что более зрелые CEO склонны поддерживать инерцию внутри компании, то исследователи полагают, что такие компании рано или поздно придут в состояние стагнации и застоя вследствие устаревших бизнес-процессов и методов работы [Wang et al., 2016]. Так как отрасль в целом будет развиваться, то компания не сможет быть конкурентоспособной наравне с другими фирмами, что приведет к снижению финансовой результативности. С другой стороны,

более зрелые CEO обладают большими связями и знакомствами, а также имеют лучший доступ к ресурсам, которые могут быть использованы на благо компании [Pfeffer and Salancik, 1978].

Уровень образования CEO также часто используется в исследованиях для характеристики опыта CEO [Datta et al., 2003; Zhang and Rajagopalan, 2010; Wang et al., 2016]. Уровень образования CEO может определяться количеством лет, которое он потратил на образование, или же количеством дипломов о высшем образовании, имеющимся у него. В исследовании [Wally and Baum, 1994] полагают, что высокий уровень образования является знаком хороших когнитивных способностей, которые обеспечивают приобретение и обработку более сложной информации, а также позволяют быстрее принимать решения. В работах [Kimberly and Evanisko, 1981; Thomas et al., 1991] также подтвердили, что высокий уровень образования свидетельствует о врожденном любопытстве, открытости CEO к новым концепциям и идеям, восприимчивости к инновациям и изменениям. Исследователи обнаружили, что высокий уровень образования свидетельствует о желании и способности CEO экспериментировать с новыми, сложными стратегиями и инициировать масштабные стратегические изменения [Finkelstein et al., 2009; Wang et al., 2016]. Так как CEO, как правило, завершают процесс получения обычного образования (очные программы бакалавриата или магистратуры) задолго до вступления на пост CEO, то большую роль играют программы MBA, в которых часто делается упор на стратегические аспекты деятельности компании. К тому же программы MBA создают у CEO менталитет «на первом месте прибыль» (с англ. "profits-first"), тем самым способствуя улучшению финансовой результативности компании [Giacalone and Thompson, 2006].

Опыт работы CEO – время, которое CEO работал в определенных отраслях, в функциональных подразделениях, на определенных должностях – так же может влиять на принятие решений CEO. Опыт работы CEO определяет доступность и разнообразие источников информации CEO, а также то, как он обрабатывает и интерпретирует полученную информацию [Hambrick and Mason, 1984]. Так, при анализе опыта работы CEO в функциональных подразделениях их принято делить на две большие группы: производственные (R&D и непосредственно производственные подразделения) и непроизводственные (маркетинг, закупки, финансы и др.). При наличии большого опыта работы в производственных подразделениях CEO лучше понимает бизнес-процессы компании, знает способы и методы их улучшения, поэтому у него существует более глубокое понимание того, какие изменения и как нужно проводить; [Zhang and Rajagopalan, 2010] определили, что опыт работы в производственных подразделениях

особенно важен в первые три года пребывания CEO на посту. Опыт работы CEO в конкретной отрасли, даже в непроизводственных подразделениях, также крайне важен, так как позволяет накопить знания и социальные связи, которые могут служить на благо компании. Так же действия CEO зависят и от его управленческого опыта (срока работы на управленческих должностях), который определяет уровень управленческих способностей [Wang et al., 2016]. Однако исследователи считают, что просто опыт работы, без дифференциации на должности, отрасли и подразделения, не влияет на компетентность CEO, его уровень знаний, способность к обучению и принятию решений. В исследовании [Wang et al., 2016] полагают, что большой опыт работы без специфических знаний и навыков не может способствовать активности CEO в области стратегического развития компании.

Срок пребывания CEO на соответствующей должности (в англоязычной литературе используется термин «tenure») также считается важным аспектом, определяющим как CEO управляет компанией, в частности её стратегическим развитием. Согласно мнению исследователей, CEO с долгим сроком пребывания на посту ассоциируются с более низким уровнем стратегических изменений [Finkelstein and Hambrick, 1990; Wiersema and Bantel, 1992; Boeker, 1997; Carpenter, 2000; Wang et al., 2016]. Более того, многие исследователи даже используют срок пребывания CEO на посту для измерения таких характеристик как постоянство и приверженность «статусу-кво» [Finkelstein and Hambrick, 1990]. Характер взаимосвязи срока пребывания на посту и стратегическими изменениями объясняется несколькими причинами.

Во-первых, CEO с долгим сроком пребывания на посту больше думает о своем наследии, которое представляет собой ценность компании (в этом смысле он схож с CEO более зрелого возраста), и поэтому не склонен к новым инициативам и рискованным инвестициям, по его мнению, потенциально опасным для благосостояния компании [Matta and Beamish, 2008]. Во-вторых, во время пребывания в должности CEO аккумулирует силу, знания о компании и власть, чтобы противостоять давлению со стороны других заинтересованных сторон [Meuer, 1975]. Это может выражаться, например, в том, что CEO получает больше возможности влиять на выбор кандидатов на ключевые должности в компании [Miller, 1991]. Так, CEO сможет окружить себя людьми со схожим мировоззрением и ограничить инакомыслие в компании. Также по мере увеличения срока на должности топ-менеджер привыкает использовать привычные, проверенные источники информации и все больше полагается на прошлый опыт, не обращая внимания на сигналы и стимулы внешней среды [Katz, 1982; Herrmann and Nadkarni, 2014]. В результате таких ограничений, CEO со временем потеряет возможность смотреть на положение компании с

иной перспективы и видеть недостатки в ее деятельности. Так, [Miller, 1991] отмечает, что что компании с более долгим сроком пребывания CEO на посту менее склонны иметь стратегию и структуру, соответствующие их внешней среде.

Что касается CEO с маленьким сроком пребывания на посту, то он наоборот будет проводить стратегические изменения. Так, в первые годы пребывания в должности риск увольнения намного выше, поэтому необходимо впечатлить Совет директоров и собственников, чтобы доказать свою компетентность [Shen and Cannella, 2002]. Также необходимо показать подчиненным свои способности к реализации функции власти, поэтому часто в начале пребывания в должности CEO ступают на путь всевозможных реформ, реорганизаций и преобразований, ведущих к изменениям стратегии компании. Более того, так как CEO еще не обладают большим опытом, то они не сразу могут прийти к оптимальной для компании стратегии, поэтому стратегические изменения могут происходить определенное время до достижения оптимума [Hambrick and Fukutomi, 1991].

Ряд исследований обнаружил положительную взаимосвязь между сроком пребывания на посту и финансовой результативностью компании [Wulf et al, 2010; Huang, 2013; Wang et al., 2016]. Полагая, что чем дольше CEO находится на посту, тем лучше он знает специфику компании и ее внешней среды, поэтому способен более эффективно ей управлять. Более того, долгий срок пребывания на посту может стать основой организационной приверженности и верности, что улучшит эффективность деятельности CEO и финансовую результативность компании благодаря смягчению агентской проблемы (снижению агентских издержек) [Gong et al., 2009].

Тем не менее, ряд исследователей полагает, что взаимосвязь между сроком пребывания на посту и финансовой результативностью нелинейная [Hambrick and Fukutomi, 1991; Henderson et al., 2006]. Так, при рассмотрении кандидата на пост CEO Совет директоров и собственники компании приложат усилия, чтобы выбрать наилучший для компании вариант с учетом состояния ее внутренней и внешней среды. Полагая, что выбор действительно был успешным, можно ожидать, что новый CEO будет проводить в компании изменения, которые потенциально могут улучшить финансовую результативность компании. Стоит отметить, что действительно, чем дольше CEO будет находиться на посту, тем лучше он будет знать особенности компании и отрасли, поэтому финансовая результативность компании также будет улучшаться [Hambrick and Fukutomi, 1991]. Однако постепенно внешняя среда начнет меняться, а CEO с долгим сроком пребывания на посту, как было отмечено выше, скорее всего упустит момент, либо не сможет предпринять эффективных действий, так как его компетенции уже не будут ценными в данном состоянии среды [Staw and Ross, 1987]. Данный этап в жизненном

цикле CEO в компании именуют «дисфункциональным», так как руководитель больше не способен поддерживать эффективную деятельность компании, и соответственно ее финансовая результативность будет ухудшаться [Hambrick and Fukutomi, 1991].

Следует отметить, что результаты исследования такого аспекта деятельности CEO, как срок пребывания на посту, а именно тот факт, что стратегические изменения и финансовая результативность компании различаются в зависимости от срока пребывания CEO на посту, привели к тому, что внимание исследователей привлек такой феномен как смена CEO в компании и связанные с ним характеристики CEO. Если CEO с меньшим сроком службы действительно более склонны к стратегическим изменениям, которые потенциально могут влиять и на финансовую результативность, тогда, возможно, смена CEO есть возможность для компании преодолеть стагнацию и добиться впечатляющих результатов?

2.2 Характеристики CEO и стратегические изменения в компании

Смена CEO обоснованно считается событием, имеющим важнейшее значение для развития компании, вследствие существенной роли CEO в управлении бизнесом. Следовательно, с точки зрения компании важно ответственно подойти к пониманию, планированию и управлению непосредственно процессом смены CEO, а также его последствиями, чтобы данное изменение позитивно отразилось на деятельности компании [Finkelstein et al., 2009].

Мнение большинства исследователей, сходится в том, что смена CEO может стать причиной последующих изменений в компании [Greiner and Bhambri, 1989; Hambrick & Finkelstein, 1987; Hambrick & Mason, 1984; Miller, 1991; Tushman et al. 1990; Hambrick and Fukutomi, 1991]. Так как CEO играет определенную роль в формировании стратегии компании, то исследователи полагают, что смена CEO увеличивает вероятность того, что в компании произойдут именно стратегические изменения, так как новый CEO будет отличаться от своего предшественника знаниями, компетенциями, а также организационным видением [Brady and Helmich, 1984; Ocasio, 1993]. Однако результаты исследования данного вопроса различаются; так, в работах [Miller, 1993; Weisbach, 1995; Denis and Denis, 1995] действительно было подтверждено, что при смене CEO происходят более значительные стратегические изменения, в время как в работе [Boeker, 1992] не было обнаружено значимой взаимосвязи между данными явлениями.

Расхождение результатов исследований подтверждают, что смена CEO является событием, исход которого довольно неоднозначен. Исследователи, однако, предположили, что исход смены CEO различается в зависимости от характеристик данного феномена, например, характера увольнения CEO-предшественника, и

характеристик самого CEO, например, его происхождения (внешний/внутренний по отношению к компании).

Среди наиболее важных аспектов смены CEO стоит выделить характер увольнения CEO. По характеру увольнения принято разделять смену CEO на два вида: добровольный уход и принудительное увольнение. Первый вид смены CEO происходит в результате добровольного ухода CEO с должности, для которого может быть множество причин [Allgood and Farrell, 2003]. Так, наиболее распространены ситуации, когда из-за более привлекательных условий CEO переходит в другую компанию, CEO увольняется из-за неудовлетворительного состояния здоровья или же желая закончить карьеру и уйти на пенсию. Второй вид смены CEO происходит вследствие принудительного увольнения, которое инициирует компания.

Ряд исследователей полагает, что стратегические изменения наиболее вероятны в случае принудительного увольнения CEO, причем исследователи приводят несколько аргументов в пользу данного утверждения [Denis and Denis, 1995; Wiersema, 1995]. В основе первого аргумента предположение о том, что вероятность увольнения CEO взаимосвязана с финансовой результативностью компании за прошедшие периоды. [Brady and Helmich, 1984; Dalton and Kesner, 1985; Murphy, 1999; Allgood and Farrell, 2003]. Если финансовая результативность не соответствует ожиданиям акционеров, то ответственность за неудачу может быть возложена на текущего CEO и, в предположении что он не способен успешно управлять компанией, будет инициировано его отстранение от должности [Dalton and Kesner, 1985; Murphy, 1999; Allgood and Farrell, 2003].

С другой стороны, текущая финансовая результативность может устраивать собственников компании, однако по определенным причинам появится необходимость изменить стратегию компании. Возможной предпосылкой многие исследователи считают влияние Совета Директоров: большой опыт членов Совета, их обширные связи в бизнес-среде, а также участие в управлении другими компаниями позволяет директорам рассматривать компанию с другой перспективы, нежели CEO, а также получать важную информацию о перспективах развития рынков, доступную ограниченному кругу лиц [Westphal and Fredrickson, 2001]. На основе данной информации и богатого личного опыта Совет и акционеры могут прийти к решению о том, что компании необходимы изменения в стратегии, однако встретят сопротивление CEO.

Для CEO, долгий срок занимающего данную должность и принимавшем участие во внедрении текущей стратегии компании, поводом для сопротивления может служить психологическая привязанность к этой стратегии. В исследовании [Downing, Judd and Brauer, 1992] поясняют, что так как CEO в течение определенного периода управлял

компанией на основе существующей стратегии, то у него появляется чувство внутренней связи с ней, таким образом он может считать, что такая стратегия есть единственный верный путь для компании. В соответствии с теорией агентских отношений CEO более заинтересован в собственном благополучии, в частности хорошей репутации. Участие CEO в изменении стратегии, которой он придерживался продолжительное время в прошлом, будет воспринято бизнес-сообществом как признание CEO ошибочности его прежних суждений и скажется на репутации не лучшим образом [Sliwka, 2007]. Если же CEO оказывает сопротивление проведению стратегических изменений, то он будет уволен с занимаемой должности.

Однако стоит отметить, что за добровольным увольнением CEO также могут последовать стратегические изменения [Westphal and Fredrickson, 2001]. В работе [McGrath and Gruenfeld, 1992] считают, что увольнение CEO нарушает стабильность и инертность организационной системы, поэтому вероятно, что помимо смены CEO в организации будут происходить и другие изменения, в том числе изменение стратегии.

Несмотря на важность характера увольнения CEO, в исследованиях данную характеристику рассматривают обычно не обособленно, а в связке с такой характеристикой CEO, как его происхождение. Происхождение CEO – характеристика, которая определяет, является ли новый CEO инсайдером или аутсайдером по отношению к компании. Стоит отметить, что порядок определения того, является CEO инсайдером или аутсайдером в исследованиях различается. Так, в исследовании [Zajac, 1990] CEO значился аутсайдером, если до момента назначения на должность он прежде не являлся сотрудником компании, в противном случае CEO считался инсайдером. В исследовании [Chung et al., 1987] CEO также считался аутсайдером, если прежде не работал в компании, при этом CEO считался инсайдером, если до назначения на пост проработал в компании не менее 5 лет; все CEO, не отвечающие ни одному из критериев, исключались из выборки. А в исследованиях [Zhang and Rajagopalan, 2003; Zhang and Rajagopalan, 2010] CEO считался аутсайдером при условии, что работал в компании до назначения на этот пост не более двух лет, в противном случае его считали аутсайдером. Многие исследователи полагают, что при новом CEO-аутсайдере уровень стратегических изменений будет как правило выше, чем при CEO-инсайдере [Helmich and Brown, 1972; Hofer, 1980; Pitman, 1981; Weisbach, 1988; Friedman and Singh, 1989; Zajac 1990; Huson et al, 2004].

Новый CEO-инсайдер склонен сохранять статус-кво в стратегии фирмы, так как, по мнению исследователей, он мало чем отличается от предыдущего CEO в том смысле, что также в течение определенного периода времени работал в компании с текущей

стратегией и может не видеть альтернативного способа её развития [Lauterbach et al, 1999; Scherker et al, 2017]. CEO-инсайдер обладает углубленными знаниями о всех ресурсах и операциях компании, а также о текущей стратегии, поэтому ему будет проще работать в соответствии с текущей стратегией, возможно с минимальными корректировками, но без инициирования значительных изменений [Scherker et al, 2017]. К тому же, CEO-инсайдер не обеспечен поддержкой со стороны Совета Директоров для внедрения изменений, так как если Совет хочет инициировать изменения, то он чаще всего назначает на должность CEO человека извне организации [Cannella and Lubatkin, 1993; Westphal and Fredrickson, 2001].

Новый CEO-аутсайдер, напротив, будет инициировать значительные стратегические изменения. Во-первых, как было отмечено ранее, когда компании требуются изменения, на должность CEO назначают специалиста извне организации, который получает определенную свободу действий в отношении инициирования изменений [Westphal and Fredrickson, 2001]. Во-вторых, CEO-аутсайдер обладает свежим взглядом на компанию, а также новыми для компании знаниями и навыками, так как прежде работал в других условиях, поэтому может увидеть альтернативу для развития стратегии [Harris and Helfat, 1997; Zhang and Rajagopalan, 2003]. Более того, новый CEO часто создает новую команду исполнительных директоров, состоящую из выбранных им кандидатов, которые поддержат изменения.

Стоит отметить, что некоторые исследователи считают, что не всегда CEO-аутсайдер есть залог значительных стратегических изменений, полагая, что необходимо принимать во внимание факторы, предшествующие назначению аутсайдера на должность CEO [Karaevli and Zajac, 2013]. Так, исследователи обращают внимание на характер увольнения CEO-предшественника. Если CEO был уволен, то выбор нового CEO проходит под давлением акционеров, и поэтому должно быть завершено в короткие сроки; таким образом, повышается вероятность неблагоприятного выбора нового CEO [Shen, 2003; Wiersema, 2002; Zhang, 2008]. Примечательно, что часто CEO, выбранный в таких условиях, задерживается в компании ненадолго [Zhang, 2008]. Более того, вследствие неудачного опыта работы предыдущего CEO, Совет склонен усилить мониторинг и контроль над новым CEO [Denis and Denis, 1995]. В совокупности эти факторы приводят к тому, что CEO аутсайдер, даже несмотря на новые для компании знания и компетенции, скорее всего не будет инициировать значительных стратегических изменений. Однако, если CEO-аутсайдер вступает в должность в результате спланированного процесса (CEO-предшественник ушел добровольно), то поддержка

Совета и компетенции нового CEO обеспечат значительные стратегические изменения [Karaevli and Zajac, 2013].

Приведенные аргументы и результаты исследований вопроса взаимосвязи смены CEO и стратегических изменений в компании дают основания выдвинуть следующую гипотезу:

Гипотеза 2: Уровень стратегических изменений в тот год, когда происходит смена CEO будет выше, чем в периоды, когда смена CEO не происходит.

2.3 Характеристики CEO и финансовая результативность компании

Многочисленные эмпирические исследования подтверждают наличие взаимосвязи между сменой CEO и финансовой результативностью компании, измеренной как рыночными, так и бухгалтерскими показателями [Warner et al., 1988; Murphy and Zimmerman, 1993; Denis and Denis, 1995; Farrell and Whidbee, 2003; Clayton et al., 2005].

Несмотря на то, что исследования подтверждают наличие взаимосвязи между сменой CEO и финансовой результативностью, результаты неоднозначны. Так, ряд исследований [Alexander and Lee, 1996; Tushman and Rosenkopf, 1996] подтверждает, что в компаниях, где произошла смена CEO, финансовая результативность выше. Сторонники данного подхода рассматривают нового CEO в качестве инициатора стратегических изменений, которые приведут к улучшению финансовой результативности компании.

Тем не менее, в других работах, например, [Boeker, 1997; Ballinger and Marcel, 2010; Chen and Hambrick, 2012], опровергают это и утверждают, что у смены CEO существует скорее деструктивный эффект. Так, данное явление нарушает стабильность внутренней среды организации, привычные процедуры, операции и взаимоотношения [Boeker, 1992; Ballinger and Marcel, 2010]. Также согласно [Greiner et al, 2003] смена CEO приводит к потере интеллектуального капитала CEO предшественника, который имеет большое значение в развитии компании. При этом новый CEO, даже если он обладает более внушительным интеллектуальным капиталом, не сразу сможет использовать его на благо компании, так как ему необходимо адаптироваться к новой роли, вникнуть в особенности компании, а также наладить отношения с командой управленцев [Karaevli, 2007]. Следуя данной логике, можно сделать вывод, что смена CEO не приносит компании положительных результатов.

Характер влияния смены CEO на финансовую результативность не стоит рассматривать обособленно от характеристик процесса смены CEO и характеристик самого CEO. Так, в некоторых исследованиях рассматривают роль характера увольнения CEO-предшественника в будущей финансовой результативности компании [Wiersema, 1995; Schepker et al., 2017]. Принято считать, что добровольное увольнение обеспечивает

упорядоченную передачу власти в компании, снижает вероятность сбоев в функционировании организационной системы. Более того, добровольное увольнение как правило ассоциируется с запланированной передачей власти: CEO заранее готовит замену на свой, что значительно облегчает для «наследника» процесс адаптации [Shen and Cannella, 2002]. Вынужденное увольнение CEO часто происходит в атмосфере конфликта и недовольства и проходит быстро, поэтому Совет может не успеть найти замену, и на пост назначается временно исполняющий обязанности CEO. При этом, не всегда исполняющий обязанности может обладать достаточными компетенциями для управления компанией [Mooney et al., 2013]. Даже если компания быстро найдет хорошую замену уволенному CEO, то стоит ожидать сопротивления со стороны его сторонников, среди которых могут быть и представители топ-менеджмента, что будет ограничивать возможности нового CEO по улучшению положения компании. Таки образом, принято считать, что финансовая результативность компаний при добровольном уходе CEO выше, чем при вынужденном увольнении.

В других работах авторы принимают во внимание такую характеристику как происхождение CEO, однако даже среди этих исследователей нет единого мнения [Chung et al, 1987; Zajac, 1990; Zhang and Rajagopalan, 2003; Zhang and Rajagopalan, 2004]. С одной стороны, CEO-инсайдеры обладают целым рядом преимуществ. Во-первых, у CEO-инсайдера есть углубленные знания о специфике компании: продуктах, клиентах, поставщиках и конкурентах. Во-вторых, CEO-инсайдер уже является частью устойчивых социальных связей внутри компании и нет необходимости выделять ресурсы на адаптацию [Kotter, 1982]. Также предполагается, что за время работы в компании кандидат-инсайдер приобретает приверженность компании [Howard, 2001]. Наконец, поиск кандидатов на пост CEO внутри компании минимизирует риск неблагоприятного выбора, так как информация о кандидатах-инсайдерах более полная, чем о кандидатах-аутсайдерах, и компания сможет лучше оценить потенциал претендента на должность [Zajac, 1990].

Тем не менее, несмотря на многочисленные преимущества CEO-инсайдеров, многие компании предпочитают искать кандидатов на пост CEO вне компании [Chung et al, 1987]. Исследователи полагают, что причина в способности аутсайдеров производить стратегические изменения, которые могут улучшить финансовую результативность компании. При этом многие исследования подтверждают, что попытки CEO-аутсайдера улучшить положение компании часто не приносят значительных положительных результатов [Greiner, 2002; Shen and Cannella, 2002; Wiersema, 2002]. CEO-аутсайдер не всегда может эффективно использовать на практике свои основные преимущества

(знания, умения и опыт, новые для компании), так как их применение часто требует изменения внутрифирменных процессов. [Finkelstein and Hambrick, 1996]. Более того, аутсайдер плохо осведомлен о внутрифирменных процессах, поэтому потребуется время на его адаптацию [Finkelstein and Hambrick, 1996].

Противоречивые результаты исследований смены CEO-аутсайдера стали поводом для более детального изучения данного вопроса. [Chung et al, 1987] предложили разделить CEO-аутсайдеров на два вида: внутриотраслевых (CEO-аутсайдер из той же отрасли) и межотраслевых (CEO-аутсайдер из другой отрасли); исследователи предположили, что различия этих групп играют большую роль в исходе смены CEO. Так, не все знания и навыки ценные в рамках одной отрасли будут также ценны и полезны в применении компаниям из другой отрасли [Castanias and Helfat, 1991]. Следовательно, при межотраслевой смене CEO багаж компетенций кандидата может обладать нулевой ценностью для компании. При внутриотраслевой смене CEO, напротив, кандидат станет источником информации о бизнес-практиках, применяемых в других компаниях отрасли [Boeker, 1997]. Более того, кандидат из той-же отрасли обладает качественными знаниями о базовых операциях и процессах в компаниях данной отрасли, поэтому издержки на адаптацию нового CEO будут не так высоки (в сравнении с CEO из другой отрасли) и он сможет в кратчайшие сроки использовать свои компетенции на благо компании [Zhang and Rajagopalan, 2003]. Так, в исследовании [Chung et al, 1987] пришли к выводу, что если компания желает нанять на пост CEO-аутсайдера, то при прочих равных лучше выбирать CEO из той же отрасли.

Стоит отметить, что упомянутые ранее исследования взаимосвязи характеристик CEO и финансовой результативности рассматривали данную взаимосвязь обособленно от других организационных факторов, в частности стратегических изменений в компании. Так, результаты многочисленных исследований, например, [Greiner and Bhambri, 1989; Hambrick & Finkelstein, 1987; Hambrick and Fukutomi, 1991; Hambrick & Mason, 1984; Miller, 1991; Tushman et al. 1990] позволяют сделать предположение о том, что в периоды, когда в компании произошла смена CEO, уровень стратегических изменений больше, чем в периоды, когда смены CEO не было. Другими словами, смена CEO может стать катализатором стратегических изменений в компании. Кроме того, исследователи считают, что взаимосвязь между уровнем стратегических изменений и финансовой результативностью определяется организационными условиями, в которых изменения были инициированы [Rajagopalan and Spreitzer, 1997]. Следовательно, есть основания полагать, что в качестве организационного условия могут выступать и характеристики CEO. Концептуализация данной взаимосвязи представлена на рисунке 2.

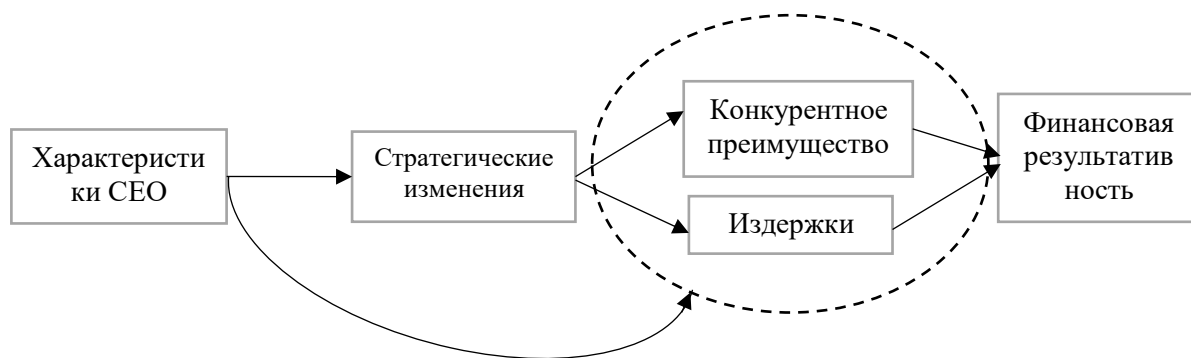


Рис. 2 Концептуализация взаимосвязи характеристик CEO, стратегических изменений и финансовой результативности

Так, в исследовании [Zhang and Rajagopalan, 2010] в качестве такой характеристики рассматривают происхождение CEO. Предполагается, что между уровнем стратегических изменений и финансовой результативностью существует нелинейная взаимосвязь из-за одновременного воздействия адаптивного и деструктивного эффектов изменений. Следовательно, для определения характера влияния происхождения CEO на взаимосвязь стратегических изменений и финансовой результативности необходимо определить, как происхождение CEO связано с адаптивным и деструктивным эффектом изменений.

В исследовании [Zhang and Rajagopalan, 2010] пришли к выводу, что CEO-аутсайдер будет усиливать как деструктивный, так и адаптивный эффекты. В рамках деструктивного эффекта, при CEO-аутсайдере увеличатся издержки на адаптацию CEO к работе в компании, и компании к новому лидеру. Более того, из-за ограниченных знаний о компании CEO-аутсайдеру будет сложнее сразу выбрать правильный вектор развития компании и ее стратегии, поэтому издержки изменений будут выше [Shen and Cannella, 2002]. Адаптивный эффект стратегических изменений также будет усиливаться при CEO-аутсайдере за счет его преимуществ, которые уже были приведены выше. Таким образом, приведенные аргументы позволяют выдвинуть следующую гипотезу:

Гипотеза 3: Финансовая результативность компаний, возглавляемых CEO-аутсайдерами, не только отличается от финансовой результативности компаний, возглавляемых CEO-инсайдерами, но и по-другому изменяется в зависимости от уровня стратегических изменений.

Выводы по главе 2.

Характеристики CEO влияют на процесс принятия решений и, соответственно, важны для деятельности компании. Исследователи изучают такие характеристики CEO как возраст, образование, опыт работы, происхождение (CEO-инсайдер/CEO-аутсайдер), и др., а также их взаимосвязь со стратегическими изменениями и финансовой

результативностью компании. Результаты некоторых научных работ стали основой для интереса исследователей к такому явлению в компании как смена CEO. Были выдвинуты предположения о том, что смена CEO является катализатором стратегических изменений в компании и что феномен может влиять также на результат стратегических изменений – финансовую результативность. Анализ результатов исследований и представленных аргументов позволил выдвинуть две гипотезы.

Гипотеза 2: Уровень стратегических изменений в тот год, когда происходит смена CEO будет выше, чем в периоды, когда смена CEO не происходит.

Гипотеза 3: Финансовая результативность компаний, возглавляемых CEO-аутсайдером, не только отличается от финансовой результативности компаний, возглавляемых CEO-инсайдером, но и по-другому изменяется в зависимости от уровня стратегических изменений.

ГЛАВА 3. ЭМПИРИЧЕСКОЕ ИССЛЕДОВАНИЕ ВЗАИМОСВЯЗИ ХАРАКТЕРИСТИК СЕО, СТРАТЕГИЧЕСКИХ ИЗМЕНЕНИЙ И ФИНАНСОВОЙ РЕЗУЛЬТАТИВНОСТИ КОМПАНИИ

Третья глава данной ВКР является эмпирическим исследованием. Сначала будет представлены методология эконометрического исследования, формирование выборки и описательная статистика переменных. Затем будут рассмотрены результаты эконометрического анализа, сделаны выводы об основных гипотезах исследования и даны рекомендации.

3.1. Методология

Эконометрическое исследование было проведено в 2 этапа. На первом этапе исследование было направлено на определение характера взаимосвязи характеристик СЕО и стратегических изменений и базировалось на следующей модели:

$$Change_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SIZE_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t-1} + \beta_3 CEOCHAR_{it} + u_{it}, i=1, \dots, N; t=2005, \dots, 2015. \quad (21)$$

В качестве зависимой переменной в модели (21) выступает индекс стратегических изменений, рассчитанный в соответствии с подходом, используемым в исследованиях [Finkelstein and Hambrick, 1990; Carpenter, 2000; Zhang, 2006; Zhang and Rajagopalan, 2010]. Компоненты вектора $CEOCHAR_{it}$ (размерности $(m \times 1)$) включают в себя переменные, отвечающие за характеристики СЕО. Описание переменных, включенных в модель (21), представлено в таблице 3.

Переменные $SIZE$ и ROA являются компонентами базовой модели, наиболее часто используемой в исследованиях. Что касается размера компании, то исследователи полагают, что чем меньше компания, тем проще ей проводить изменения, то есть взаимосвязь между размером компании и уровнем стратегических изменений должна быть обратной [Hannan and Freeman, 1989]. Принято считать, что между финансовой результативностью в предшествующие периоды и уровнем стратегических изменений существует обратная взаимосвязь, так как неудовлетворительные финансовые результаты могут стать поводом для внедрения изменений [Fredrickson et al., 1988].

Описание переменных (1)

Переменная	Описание
<i>Зависимая переменная</i>	
$CHANGE_{i,t}$	Переменная, характеризующая уровень стратегических изменений в компании i в период времени t . Индекс рассчитан в соответствии с методологией, используемой в [Finkelstein and Hambrick, 1990; Carpenter, 2000; Zhang, 2006; Zhang and Rajagopalan, 2010].
<i>Независимые переменные</i>	
<i>Компоненты вектора CEOCHAR_{it}</i>	
$CEOTENURE_{i,t}$	Срок пребывания CEO на посту в компании i в период времени t
$CEOAGE_{i,t}$	Возраст CEO компании i в период времени t
$CEOTURN_{i,t}$	Бинарная переменная, принимающая значение 1, если в период времени t произошла смена CEO в компании i , и значение 0, если смены CEO не было.
$CEOOUT_{i,t}$	Бинарная переменная характеризующая происхождение CEO компании i в период времени t . Принимает значение 1, если CEO является аутсайдером, то есть до вступления на пост не работал в компании, и значение 0 в противном случае.
$CEOTURNOUT_{i,t}$	Бинарная переменная, принимающая значение 1, если в компании i в период времени t происходит смена CEO и новый CEO – аутсайдер, и значение 0 в противном случае.
$CEOTURNINS_{i,t}$	Бинарная переменная, принимающая значение 1, если в компании i в период времени t происходит смена CEO и новый CEO – инсайдер, и значение 0 в противном случае.
<i>Контрольные переменные</i>	
$SIZE_{i,t}$	Размер компании i в период времени t , измеряемый как натуральный логарифм выручки.
$ROA_{i,t-1}$	Рентабельность активов компании i в период времени $(t-1)$, бухгалтерский показатель финансовой результативности, характеризующий операционную эффективность использования активов компании. Рассчитывается по формуле: $ROA = \frac{OI}{Assets}$ Где OI – операционная прибыль за год, $Assets$ – величина активов компании, ROA_{med} – отраслевое значение медианы показателя ROA

Второй этап эконометрического исследования состоял из определения характера взаимосвязи между стратегическими изменениями и финансовой результативностью и было основано на модели вида:

$$Performance_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 SIZE_{i,t+1} + \beta_2 DEBT_{i,t+1} + \beta_3 Performance_{it} + \beta_4 STRATEGY_{it} + \beta_5 CEOCHAR_{it} + u_{it}, i=1, \dots, N; t=2005, \dots, 2015. \quad (22)$$

Причем в качестве зависимой переменной в уравнении (22) выступает *Performance* – финансовая результативность компании, измеренная с помощью бухгалтерских

показателей: рентабельности активов (ROA) и рентабельности собственного капитала (ROE). В исследованиях в области стратегических изменений принято использовать не рыночные, а бухгалтерские показатели, которые характеризуют операционную результативность компании [Wang et al., 2016]. Дело в том, что в соответствии с [Hambrick and Mason, 1984] рыночные показатели отражают ожидания инвесторов относительно компании, в то время как стратегические изменения есть внутрифирменный процесс, не явный для аутсайдеров, который влияет именно на операционную эффективность компании. Компоненты вектора $STRATEGY_{it}$ (размерности $(k \times 1)$) характеризуют стратегические изменения в компании; в свою очередь, компоненты вектора $CEOCHAR_{it}$ (размерности $(m \times 1)$) включают в себя переменные, отвечающие за характеристики CEO.

В таблице 4 представлено описание переменных, включенных в модель (22).

Таблица 4

Описание переменных (2)

Переменная	Описание
Зависимые переменные	
$ROAadj_{i,t+1}$	Рентабельность активов компании (i в период времени t+1), бухгалтерский показатель финансовой результативности, характеризующий операционную эффективность использования активов компании. Рассчитывается по формуле: $ROAadj = \frac{OI}{Assets} - ROA_{med}$ Где OI – операционная прибыль за год, $Assets$ – величина активов компании, ROA_{med} – отраслевое значение медианы показателя ROA.
$ROEadj_{i,t+1}$	Рентабельность капитала компании i в период времени (t+1), бухгалтерский показатель финансовой результативности, характеризующий эффективность использования капитала, предоставленного собственниками. Рассчитывается по формуле: $ROEadj = \frac{Net\ Profit}{Capital} - ROE_{med}$ Где OI – операционная прибыль за год, $Capital$ – величина собственного капитала компании, ROE_{med} – отраслевое значение медианы показателя ROE.
Независимые переменные	
<i>Компонент вектора $STRATEGY_{it}$</i>	
$CHANGE_{i,t}$	Переменная, характеризующая уровень стратегических изменений в компании i в период времени t. Индекс рассчитан в соответствии с методологией, используемой в [Finkelstein and Hambrick, 1990; Carpenter, 2000; Zhang, 2006; Zhang and Rajagopalan, 2010].
<i>Компоненты вектора $CEOCHAR_{it}$</i>	
$CEOOUT_{i,t}$	Бинарная переменная характеризующая происхождение CEO компании i в период времени t. Принимает значение 1, если CEO является аутсайдером, то есть до вступления на пост не работал в компании, и значение 0 в противном случае.

Переменная	Описание
$CEOTENURE_{i,t}$	Срок пребывания CEO на посту в компании i в период времени t
$CEOFUNC_{i,t}$	Бинарная переменная, характеризующая наличие у CEO компании i в период времени t опыта работы в производственных подразделениях. Принимает значение 1, если CEO имеет опыт работы в производственных или R&D подразделениях, и значение 0 в противном случае.
$INDTENURE_{i,t}$	Срок работы CEO компании i в период времени t в данной отрасли
$CEOAGE_{i,t}$	Возраст CEO компании i в период времени t
<i>Контрольные переменные</i>	
$SIZE_{i,t+1}$	Размер компании i в период времени $(t+1)$, измеряемый как натуральный логарифм выручки.
$DEBT_{i,t+1}$	Переменная, характеризующая структуру капитала компании i в период времени $(t+1)$, рассчитывается как отношение балансовой стоимости долга компании к балансовой стоимости активов.
$ROAadj_{i,t}$	Рентабельность активов компании i в период времени t , бухгалтерский показатель финансовой результативности, характеризующий операционную эффективность использования активов компании. Рассчитывается по формуле: $ROAadj = \frac{OI}{Assets} - ROA_{med}$ Где OI – операционная прибыль за год, $Assets$ – величина активов компании, ROA_{med} – отраслевое значение медианы показателя ROA.
$ROEadj_{i,t}$	Рентабельность капитала компании i в период времени t , бухгалтерский показатель финансовой результативности, характеризующий эффективность использования капитала, предоставленного собственниками. Рассчитывается по формуле: $ROEadj = \frac{Net\ Profit}{Capital} - ROE_{med}$ Где OI – операционная прибыль за год, $Capital$ – величина собственного капитала компании, ROE_{med} – отраслевое значение медианы показателя ROE.

Помимо переменных, описывающих финансовую результативность компании, уровень стратегических изменений и характеристики CEO, в модель были также включены контрольные переменные, характеризующие размер компании, долговую структуру, а также результативность предыдущего периода, которые обычно используются в моделях исследований данной области (например, в [Zhang and Rajagopalan, 2010]). Стоит отметить, что в модели также присутствуют лаговые переменные, в частности зависимая переменная *Performance*, так как методология предполагает, что отдача от стратегических изменений будет наблюдаться в результативность следующего отчетного периода.

3.2. Формирование выборки и анализ описательной статистики

В выборку вошли публичные нефинансовые компании, акции которых в 2005-2015 году торговались на Московской бирже и на бирже РТС, потому что только эта категория компаний раскрывает информацию, необходимую для проведения исследования. Банки и иные финансовые институты не были включены в выборку из-за особенностей функционирования и раскрытия информации. Были исключены из выборки компании, где роль единоличного исполнительного органа исполняла Управляющая компания, так как в исследовании уделяется внимание характеристикам, свойственным физическим, а не юридическим лицам. Изначально в выборку вошло 196 компаний, а количество наблюдений составило 1460 фирмо-лет. Следует отметить, что данные включают показатели за период 2004-2016 гг., что требовалось в соответствии с методом расчета индекса стратегических изменений, а также из-за наличия лаговых переменных в модели.

Для сбора данных были использованы следующие источники:

- База данных СКРИН⁹;
- База данных СПАРК¹⁰;
- Сервер раскрытия корпоративной информации¹¹;
- Официальные сайты компаний.

Отраслевая структура выборки представлена на рисунке 3. Стоит отметить, что в выборке преобладают компании энергетического сектора (45%), что наблюдается и в других исследованиях и соотносится с отраслевой структурой экономики России [Березинец И. В., Ильина Ю. Б., Черкасская А. Д., 2013]. Значительную долю также занимают компании, отнесенные к прочим отраслям, таким как пищевая промышленность, информационные технологии и др.

⁹ СКРИН – база данных. [Электронный ресурс] // СКРИН. – Режим доступа: <http://skrin.ru/> (дата обращения: 20.04.2018)

¹⁰ СПАРК – база данных. [Электронный ресурс] // СПАРК. – Режим доступа: <http://www.spark-interfax.ru/> (дата обращения: 20.04.2018)

¹¹ Центр раскрытия корпоративной информации. [Электронный ресурс] // Центр раскрытия корпоративной информации. – Режим доступа: <https://www.e-disclosure.ru> (дата обращения: 20.04.2018)

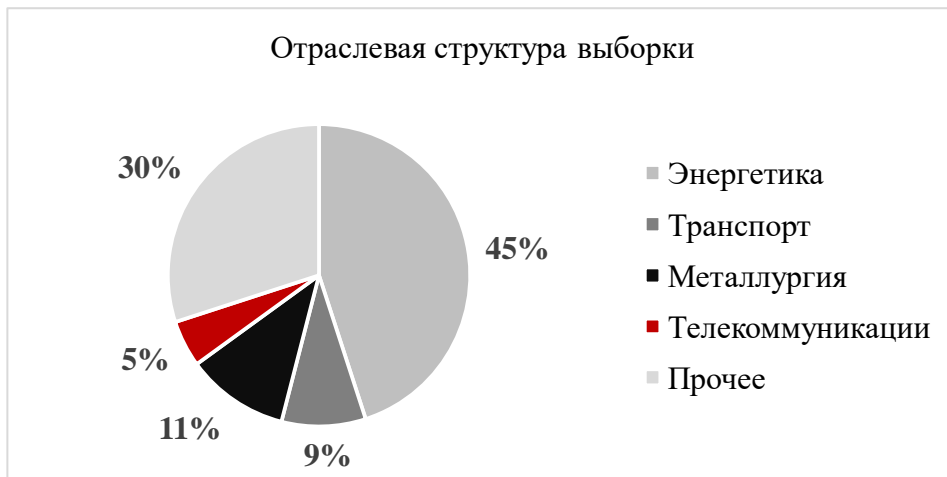


Рис. 3 Отраслевая структура выборки

На рисунке 4 представлена динамика средних значений рентабельности активов и рентабельности капитала за 2005-2015 гг. Можно заметить, что средние значения рентабельности активов и рентабельности капитала принимали отрицательные значения в 2008 году, что объясняется Мировым финансовым кризисом 2008-2009 гг. Также наблюдается заметное снижение показателей в 2014 году, причиной которого, скорее всего, является ряд ограничительных мер в адрес российских компаний со стороны западных стран.

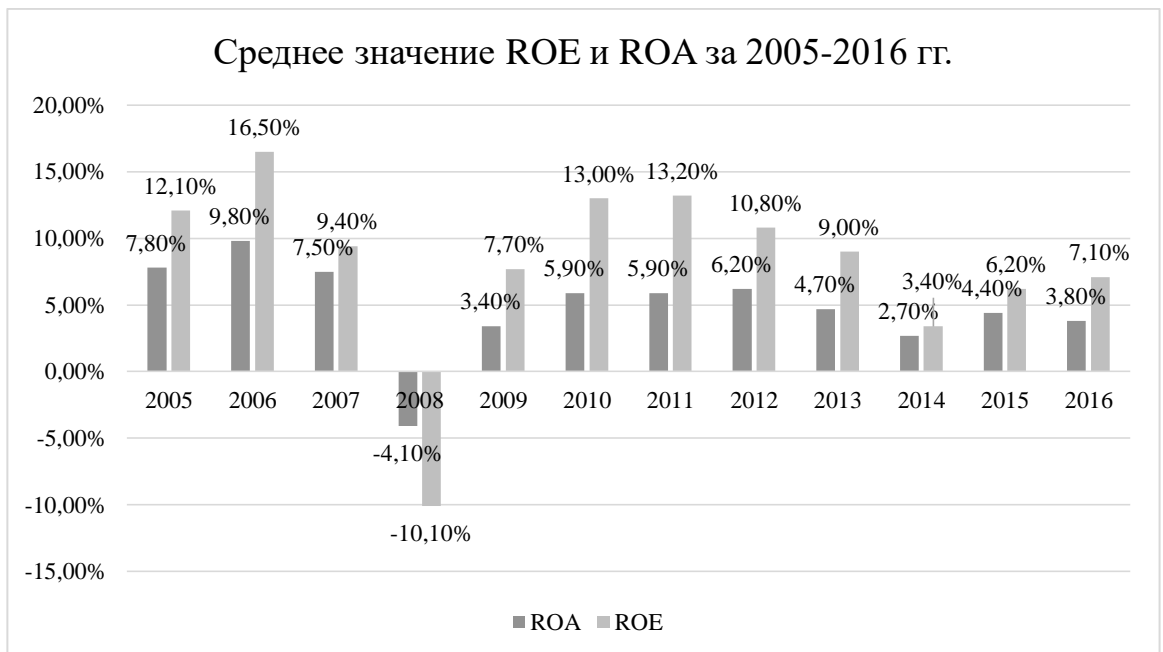


Рис. 4 Среднее значение ROE и ROA в 2005-2016 гг.

На рисунке 5 представлены средние значения рентабельности активов и рентабельности капитала по отраслям. Наибольшие значения показателей наблюдаются в отрасли телекоммуникаций. При этом в отрасли транспорта средние значения ROA и ROE

наименьшие, возможно из-за компаний, подобных ПАО «АВТОВАЗ», которые на протяжении долгого времени являются убыточными.

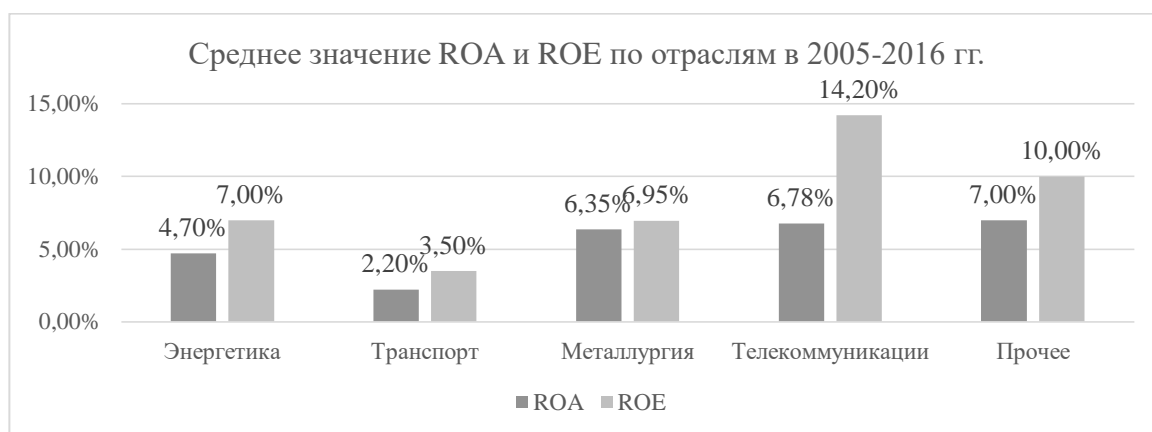


Рис. 5 Среднее значение ROA и ROE по отраслям в 2005-2016спа гг.

В таблице 5, а также в приложении 1, представлена описательная статистика переменных. Так, среднее значение ROA составило 5,5%, а среднее значение ROE – 7,9%. По данным Росстата среднее значение рентабельности активов российских компаний (без учета субъектов малого предпринимательства) составил 5,9%.¹²

В среднем по выборке доля заемного финансирования в общем капитале компании составила 45,7%. Причем, в выборке присутствуют компании, вообще не имеющие заемных средств, например, ОАО «Газ-сервис». А в некоторых компаниях доля заемного финансирования больше 1 из-за отрицательного собственного капитала (накопленные в течение нескольких лет убытки), например, в ПАО «Волгоградэнергообит».

Таблица 5

Описательная статистика переменных

Переменная	Среднее значение	Стандартное отклонение	Минимум	Максимум
<i>ROA</i>	0,055	0,131	-0,703	1,334
<i>ROE</i>	0,079	0,936	-25,645	12,733
<i>DEBT</i>	0,457	0,287	0	1,593
<i>CHANGE</i>	0,000	0,465	-0,19	6,666
<i>CEOTENURE</i>	4,285	4,309	0,083	24
<i>INDTENURE</i>	19,204	12,203	0,083	53
<i>CEOAGE</i>	48	9,298	24	80

Средний возраст CEO в выборке составил 48 лет. При этом самым молодым является Семененко Георгий, возглавивший ОАО «Кировский завод» в 2006 году в

¹² Федеральная служба государственной статистики. [Электронный ресурс] // Федеральная служба государственной статистики. – Режим доступа: <http://www.gks.ru> (дата обращения: 22.04.2018)

возрасте 24 лет. Самым возрастным СЕО в выборке является Грайфер Валерий, который в 2009 году в возрасте 80 года был генеральным директором ОАО «Ритэк».

В среднем по выборке срок работы СЕО в данной отрасли около 19 лет. Однако стоит отметить, что в выборке есть СЕО, которые возглавили компанию без опыта работы в отрасли вообще, например, Савельев Виталий, назначенный на должность президента ПАО «Аэрофлот» в 2009 году.

В таблице 6 представлен процент наблюдений ненулевых значений бинарных переменных, используемых в регрессионном анализе. Доля СЕО-аутсайдеров в выборке составила 49,4%. В исследовании [Zajac, 1990] выборка состояла из СЕО крупных американских корпораций в 1987 году, и доля СЕО-аутсайдеров составила около 88%. Доля СЕО-аутсайдеров составила бы около 68%, если бы СЕО признавался аутсайдером при сроке работы в компании менее 2 лет. При этом в исследовании [Zhang and Rajagopalan, 2010], применяющем идентичную методологию, доля СЕО-аутсайдеров в выборке из крупных американских компаний 1992-1997 гг. составила 39%. В работе [Karaevli and Zajac, 2013] доля аутсайдеров среди СЕО крупных и средних американских компаний в 1992-2010 гг. составила 39%. Таким образом, можно сделать вывод, что даже в исследованиях одного и того же рынка доля СЕО-аутсайдеров может различаться из-за различия в методологии других особенностей исследования. Однако [Cao et al, 2006] отмечают, что в среднем за последние 20 лет 20-го века доля СЕО-аутсайдеров в компаниях увеличилась.

Таблица 6

**Процент наблюдений ненулевых значений бинарных переменных,
используемых в регрессионном анализе**

Переменная	Доля наблюдений, %
<i>CEOTURN</i>	21,2
<i>CEOOUT</i>	49,4
<i>CEOFUNC</i>	49,7
<i>CEOEDUC</i>	56,5

Среди наблюдений, входящих в состав выборки, смена СЕО произошла примерно в 21% случаев. Примечательно, что в исследовании [Boeker, 1992], проводившемся на выборке американских компаний за период 1978-1992 гг., смена СЕО произошла примерно в 22% наблюдений. Что касается наличия производственного опыта, то в среднем по выборке около 49% СЕО обладают соответствующим опытом. На рисунке 6 представлена доля СЕО с производственным опытом в разрезе отраслей. Примечательно, что почти 70% СЕО в отрасли транспорта обладают таким опытом, а в отрасли

телекоммуникаций только 27% CEO, возможно из-за специфики деятельности компаний данного сектора экономики.



Рис. 6 Доля CEO с производственным опытом по отраслям в 2005-2015 гг.

3.3. Эконометрический анализ

Результаты первого этапа эконометрического исследования представлены в таблице 7, а также в приложениях (2-5). После проведения соответствующих тестов было принято решение использовать модель со случайным индивидуальным эффектом (приложения 7-9).

Таблица 7

Результаты регрессионного анализа (1)

Переменная	$CHANGE_{i,t}$			
	1	2	3	4
$CEOTURN_{i,t}$	-	-0,002	-0,002	-
$CEOOUT_{i,t}$	-	-	0,000	-
$CEOTURNOUT_{i,t}$	-	-	-	-0,003
$CEOTURNINS_{i,t}$	-	-	-	-0,002
$CEOAGE_{i,t}$	-	-	0,001*	0,002*
$SIZE_{i,t}$	-0,011***	-0,011***	-0,011***	-0,011***
$ROA_{i,(t-1)}$	-0,31***	0,032***	0,032***	0,032***
CONS	0,031	0,032*	-0,022	0,022
R^2	0,177	0,181	0,167	0,165
p-value	0,000	0,000	0,000	0,000

Примечание: *, **, *** обозначена значимость на 10%-, 5%-, 1%-ом уровне значимости соответственно.

Анализ результатов показал, что все модели, представленные в таблице 7 значимы. Переменные базовой модели значимы, знаки коэффициентов при них соответствуют результатам исследований, и устойчивы ко включению в модель новых переменных. Переменная $CEOTURN$ оказалась незначимой, следовательно, есть основания отвергнуть

гипотезу 2 о различии в уровне стратегических изменений между периодами, когда происходила смена CEO и периодами, когда смены CEO не было. Переменная *CEOOUT* тоже оказалось незначима, следовательно, нет различий в уровне стратегических изменений между компаниями, возглавляемыми CEO-аутсайдерами и CEO-инсайдерами. Другими словами, просто смену CEO не стоит ассоциировать со стратегическими изменениями.

Вследствие незначимости фактора смены CEO, было решено обратить внимание на характеристики данного феномена, в частности, происхождение нового CEO. Переменные *CEOTURNOUT* и *CEOTURNINS*, характеризующие смену CEO, оказались незначимыми, а критерий Фишера (приложение 6) показал, что их включение в модель не требуется. Таким образом, не существует различия в уровне стратегических изменений между периодами, когда происходила смена CEO с преемником-аутсайдером, периодами, когда происходила смена CEO с преемником-инсайдером и периодами, когда смена CEO не происходила вообще.

Примечательно, что в одной из моделей оказалась значима переменная *CEOAGE* на 10%-м уровне, причем взаимосвязь прямая. Следовательно, можно предположить, что более зрелые CEO обладают знаниями и компетенциями, которые дают им возможность инициировать более значительные стратегические изменения в компании.

На втором этапе исследования для измерения финансовой результативности компании было использовано два показателя: рентабельность активов и рентабельность собственного капитала. В таблице 8 (а также в приложениях 10-13) представлены результаты регрессионного анализа для моделей, где в качестве меры финансовой результативности была принята рентабельность активов. Следует отметить, что модели, представленные в таблице 8, значимы на 1%-м уровне. Кроме того, во всех моделях компоненты базовой модели также значимы и имеют постоянный знак.

Переменные *CHANGE*, *CHANGE*² оказались значимыми на 5%-м уровне во всех моделях, коэффициенты при них не меняют знака. Коэффициент при переменной *CHANGE* отрицательный, коэффициент при переменной *CHANGE*² положительный, то есть сначала наблюдается обратная взаимосвязь между уровнем стратегических изменений и рентабельностью активов: при росте уровня стратегических изменений рентабельность активов снижается. Однако с определенного момента, а именно при значении индекса стратегических изменений равном 1,052 (приложение 14), характер взаимосвязи меняется. Для наблюдений со значением индекса стратегических изменений больше 1,052 взаимосвязь прямая: при росте уровня стратегических изменений рентабельность активов увеличивается. Графическое представление взаимосвязи

представлено в приложении 15. Однако анализ расширенной описательной статистике переменной *CHANGE* (приложение 16) показал, что только 1% наблюдений выборки имеет значение индекса стратегических изменений больше, чем 1,052. Данная доля очень мала, поэтому в практических целях ей можно пренебречь. Таким образом, гипотеза 1 о нелинейной взаимосвязи уровня стратегических изменений и финансовой результативности может быть отклонена; между уровнем стратегических изменений и финансовой результативностью обратная линейная взаимосвязь.

Таблица 8

Результаты регрессионного анализа (2)

Переменная	$ROA^{adj}_{i,(t+1)}$			
	1	2	3	4
$CHANGE_{i,t}$	-	0,000	-0,061*	-0,077**
$CHANGE^2_{i,t}$	-	-	0,029**	0,029**
$CEOOUT_{i,t}$	-	0,013	0,014	0,015*
$CHANGE^*_{i,t}$ $CEOOUT_{i,t}$	-	-	-	0,042*
$CEOAGE_{i,t}$	-	0,001	0,001	0,001
$CEOFUNC_{i,t}$	-	0,031**	0,032**	0,032**
$CEOTENURE_{i,t}$	-	0,001	0,001	0,000
$INDTENURE_{i,t}$	-	-0,001**	-0,001*	-0,001**
$SIZE_{i,(t+1)}$	0,046***	0,046***	0,044***	0,044***
$DEBT_{i,(t+1)}$	0,224***	0,234***	0,231***	0,231***
$ROA^{adj}_{i,t}$	0,281***	0,293***	0,282***	0,282***
p-value	0,000	0,000	0,000	0,000

Примечание: *, **, *** обозначена значимость на 10%-, 5%-, 1%-ом уровне значимости соответственно.

Так же значимыми являются переменная *CEOOUT* и перекрестная переменная *CHANGE* OUTCEO*. Критерий Фишера (приложение 17) также показал, что необходимо включение в модель переменных *CEOOUT* и *CHANGE* OUTCEO*, что позволяет сделать ряд выводов. Во-первых, существуют различия в финансовой результативности между компаниями, возглавляемыми СЕО-аутсайдерами, и компаниями, возглавляемыми СЕО-инсайдерами. Причем в среднем, при прочих равных, при СЕО-аутсайдере рентабельность активов на 1,5% больше. Значимость перекрестной переменной *CHANGE* OUTCEO* позволяет сделать вывод о том, что в среднем, при прочих равных, финансовая результативность компаний, возглавляемых СЕО-аутсайдером, не только отличается от финансовой результативности компаний, возглавляемых СЕО-инсайдерами, но и по-другому изменяется в зависимости от уровня стратегических изменений. Таким образом, нет оснований отвергнуть гипотезу 3.

Бинарная переменная *CEOFUNC* значима и коэффициент при ней имеет положительный знак, что свидетельствует о том, что существует различие в рентабельности активов между компаниями, где у CEO есть производственный опыт, и компаниями, где у CEO такой опыт отсутствует, причем при CEO с производственным опытом в среднем при прочих равных рентабельность активов выше на 3,2%. Переменная *INDTENURE* также значима, но коэффициент при ней имеет отрицательный знак, то есть существует обратная взаимосвязь между сроком работы в отрасли и рентабельностью активов компании. Возможная причина состоит в том, что с увеличением срока работы в отрасли CEO становятся приверженным устаревшим практикам и методам работы, которые раньше были эффективными, а сейчас уже не имеют столь высокой ценности для компании и негативно отражаются на её финансовой результативности. Переменные *CEOTENURE*, *CEOAGE*, оказались незначимыми, то есть нет оснований делать какие-либо выводы о взаимосвязи между сроком пребывания CEO на посту и рентабельностью активов компании, а также возрастом CEO и рентабельностью активов компании.

В таблице 9, а также в приложениях 18-20, представлены результаты регрессионного анализа для моделей, где в качестве меры финансовой результативности была принята рентабельность собственного капитала.

Таблица 9

Результаты регрессионного анализа (3)

Переменная	$ROE^{adj}_{i,(t+1)}$		
	1	2	3
$CHANGE_{i,t}$	-	0,079	0,379
$CHANGE^2_{i,t}$	-	-	3,221
$CEOOUT_{i,t}$	-	0,003	0,003
$CEOAGE_{i,t}$	-	0,001	0,001
$CEOFUNC_{i,t}$	-	0,062**	0,059**
$CEOTENURE_{i,t}$	-	0,003	0,003
$INDTENURE_{i,t}$	-	-0,004**	-0,004**
$SIZE_{i,(t+1)}$	-0,237***	-0,243***	-0,243***
$DEBT_{i,(t+1)}$	0,510***	0,503***	0,506***
$ROE^{adj}_{i,t}$	0,01**	0,097**	0,095**
p-value	0,000	0,000	0,000

Примечание: *, **, *** обозначена значимость на 10%-, 5%-, 1%-ом уровне значимости соответственно.

Все модели, представленные в таблице 9, значимы; переменные базовой модели значимы и имеют постоянный знак. Что касается переменных *CHANGE*, *CHANGE*², то они оказались незначимы во всех моделях. Таким образом, нет оснований делать выводы

относительно взаимосвязи уровня стратегических изменений и финансовой результативности компании. Следует отметить, что данный результат закономерно объясняется выбранным показателем, так как в других исследованиях в области стратегических изменений применение рентабельности капитала также часто давало подобные результаты.

Бинарная переменная *CEOOUT* оказалась незначима, следовательно, есть основания полагать, что нет различия в рентабельности собственного капитала между компаниями с CEO-инсайдером и компаниями с CEO-аутсайдером. Переменные *CEOAGE*, *CEOTENURE* также оказались незначимы, следовательно, нельзя сделать каких-либо выводов о взаимосвязи возраста CEO и рентабельности собственного капитала, а также взаимосвязи срока пребывания CEO на посту и рентабельности активов компании.

Бинарная переменная *CEOFUNC* значима и коэффициент при ней имеет положительный знак, что дает основания полагать, что существует различие в рентабельности собственного капитала между компаниями, где у CEO есть производственный опыт, и компаниями, где у CEO такой опыт отсутствует. Переменная *INDTENURE* также значима, но коэффициент при ней имеет отрицательный знак, то есть существует обратная взаимосвязь между сроком работы в отрасли и рентабельностью собственного капитала компании. Примечательно, что данные выводы относительно переменных *CEOFUNC* и *INDTENURE* совпадают с выводами по моделям, где в качестве показателя финансовой результативности была выбрана рентабельность активов.

3.4. Анализ полученных результатов и выводы

Эконометрическое исследование проводилось в два этапа и позволило сделать ряд важных выводов. На первом этапе исследования полученные результаты позволили сделать вывод о том, что нет различия в уровне стратегических изменений между периодами, когда произошла смена CEO, и периодами, где данный феномен не наблюдался. Более того, оказалось, что нет различий в уровне изменений между периодами, когда была смена CEO с преемником аутсайдером, когда была смена CEO с преемником инсайдером и когда смены CEO не было вовсе. Стоит отметить, что данные результаты соотносятся с результатами других исследований, например, [Boeker, 1992], и смена главы компании, даже если новый CEO является аутсайдером, не гарантирует компании стратегических изменений.

Прямая взаимосвязь между возрастом CEO и уровнем стратегических изменений позволяет сделать вывод о том, что более зрелые CEO склонны к инициированию

изменений в силу опыта, уверенности в себе и наличия налаженных социальных связей и сильной управленческой команды.

Второй этап исследования – анализ взаимосвязи характеристик CEO, стратегических изменений и финансовой результативности компании. Относительно моделей, где в качестве показателя финансовой результативности была принята рентабельность собственного капитала, не удалось сделать выводов о взаимосвязи уровня стратегических изменений и финансовой результативности вследствие незначимости переменных.

Однако результаты анализа моделей, где показатель финансовой результативности – рентабельность активов, удалось сделать ряд важных выводов. Так, была отвергнута гипотеза о нелинейной взаимосвязи уровня стратегических изменений и финансовой результативности компании. Оказалось, что существует обратная взаимосвязь, то есть преобладает деструктивный эффект стратегических изменений. Следует отметить, что исследование концентрировалось на финансовой результативности в краткосрочном периоде (временной лаг в моделях – 1 год), поэтому возможно, что адаптивный эффект еще не успел проявиться за столь короткий период.

Также в результате исследования удалось сделать важные выводы роли CEO в имплементации стратегических изменений и в финансовой результативности компании. Во-первых, в среднем, при прочих равных, финансовая результативность компаний, возглавляемых CEO-аутсайдерами, выше, чем у компаний, возглавляемых CEO инсайдерами. Возможно, при рассмотрении на должность главы компании кандидата-аутсайдера компания более тщательно подходит к выбору, поэтому должность занимает лучший кандидат с соответствующим уровнем знаний, компетенциями в области специализации компании и иными характеристиками. Во-вторых, было обнаружено, что финансовая результативность компании выше при наличии у CEO производственного опыта. Иными словами, CEO, обладающие более глубокими знаниями о производственных процессах компании, способны добиваться лучших результатов. Примечательно, что данные результаты были получены как для рентабельности активов, так и для рентабельности капитала.

Наконец, оказалось, что закономерность изменения финансовой результативности компании в зависимости от уровня стратегических изменений различается для компаний с CEO-аутсайдерами и CEO-инсайдерами, что в целом соответствует результатам исследований, например, [Zhang and Rajagopalan, 2010], в том смысле, что происхождение CEO имеет значение для имплементации стратегических изменений. Однако характер различий не соответствует ожиданиям: оказалось, что наличие CEO-аутсайдера ослабляет

деструктивный эффект изменений, а не усиливает его. Таким образом, при CEO-аутсайдере снижаются возможные потери от внедрения масштабных стратегических изменений.

Полученные результаты и выводы позволяют предложить несколько рекомендаций российским публичным компаниям. Во-первых, компаниям не стоит рассматривать феномен смены CEO как гарантированный способ изменения стратегии компании, но стоит учитывать различные характеристики кандидатов. Так, в соответствии с результатами данного исследования компаниям, нацеленными на изменение стратегии, стоит приглашать более зрелых по возрасту CEO, так как они обладают достаточными решимостью и опытом для внедрения этих изменений. Также стоит ожидать деструктивного эффекта стратегических изменений в краткосрочной перспективе, поэтому, чтобы избежать резкого падения результативности, стоит избегать масштабных, глубоких изменений в пользу менее значительных, разделенных на несколько этапов. Если компания желает смягчить деструктивный эффект стратегических изменений, то использование CEO-аутсайдера для внедрения стратегических изменений позволит минимизировать это негативное влияние изменений. Кроме того, следует обращать внимание и на наличие производственного опыта кандидатов на пост CEO, так как он может обеспечить лучшие операционные и, соответственно, финансовые результаты.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Данная выпускная квалификационная работы была посвящена анализу роли характеристик СЕО в стратегических изменениях и финансовой результативности компании. Основной целью ВКР было определение характера взаимосвязи характеристик СЕО, стратегических изменений и финансовой результативности компании. Стратегия – ключевой аспект деятельности компании, определяющий её долгосрочный успех. Соответственно, предполагается, что стратегические изменения могут отразиться и на результативности компании. При этом на стратегическое развитие компании оказывает влияние множество факторов, как внутри, так и вне компании, в том числе и характеристики главы компании – СЕО.

Для достижения цели был поставлен и выполнен ряд задач. Структура ВКР соответствовала поставленным задачам. Первая глава была посвящена понятиям стратегических изменений и финансовой результативности, а также способам их измерения. Был проведен анализ характера взаимосвязи между этими величинами на основе исследований, посвященных данной тематике, и выдвинута соответствующая гипотеза исследования о характере взаимосвязи стратегических изменений и финансовой результативности компании.

Вторая глава ВКР была посвящена определению роли СЕО в инициировании стратегических изменений и финансовой результативности компании. Были рассмотрены характеристики СЕО, потенциально оказывающие влияние на стратегические изменения в компании и на ее финансовую результативность. Также было уделено внимание феномену смены СЕО, его характеристикам, а также взаимосвязи характеристик СЕО, стратегических изменений и финансовой результативности компании. Были выдвинуты две гипотезы: о взаимосвязи смены СЕО и стратегических изменениях, а также о роли характеристик СЕО в закономерности изменений финансовой результативности в зависимости от стратегических изменений.

Третья глава представляла собой эмпирическое исследование взаимосвязи характеристик СЕО, стратегических изменений и финансовой результативности компании. Были представлены методология эконометрического исследования и формирования выборки, приведена описательная статистика переменных. Примечательно, что в соответствии с методологией исследований тематики стратегических изменений финансовая результативность компании была измерена только с помощью бухгалтерских показателей. Результаты исследования позволили сделать ряд выводов относительно характера взаимосвязи различных величин. Во-первых, была отвергнута гипотеза о нелинейной взаимосвязи между уровнем стратегических изменений и финансовой

результативностью компании: взаимосвязь обратная. Во-вторых, была отвергнута гипотеза о том, что при смене CEO в компании ожидается более высокий уровень стратегических изменений. Наконец, подтвердилась гипотеза о различии в закономерностях изменений финансовой результативности компании в зависимости от стратегических изменений для компаний, возглавляемых CEO-инсайдерами и CEO-аутсайдерами. Также, была обнаружена обратная взаимосвязь между сроком работы CEO в отрасли и финансовой результативностью компании, а также было выявлено, что в среднем при прочих равных в компаниях, где CEO обладает производственным опытом, финансовая результативность выше, чем в компаниях где у CEO такого опыта нет.

По итогам исследования были предложены некоторые рекомендации относительно характеристик, на которые следует обращать внимание при выборе кандидата на пост CEO, а также относительно управления стратегическими изменениями в компании.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

1. Березинец, И. В. Структура совета директоров и финансовая результативность российских открытых акционерных обществ / И. В. Березинец, Ю. Б. Ильина, А. Д. Черкасская // Вестник Санкт-Петербургского государственного университета, серия Менеджмент. – 2013. – №. 3. – С. 3-52.
2. Брейли Р. Принципы корпоративных финансов / Р. Брейли, С. Майерс. – 7-е изд. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2014. — 1008 с.
3. Волков, Д.Л. Теория ценностно-ориентированного менеджмента: финансовый и бухгалтерский аспекты: монография / Д. Л. Волков – СПб.: Изд. С.-Петербур. Гос. Ун-та, 2006. — 320 с.
4. Грант, Р. Современный стратегический анализ. 7-е издание / Р. Грант. – СПб.: Питер, 2012. — 544 с.
5. Ильина, Ю. Б. Индекс раскрытия информации: взаимосвязь с финансовой результативностью / Ю. Б. Ильина, И. В. Березинец, А. В. Орлова // Корпоративные финансы. – 2009. – Т. 10, № 2. – С. 28-39.
6. Минцберг, Г. Стратегический процесс / Г. Минцберг, Дж. Б. Куинн, С. Гошал. Пер. с англ. под ред. Ю. Н. Каптуревского. – СПб: Питер, 2001. – 688 с.
7. Портер, М. Э. Конкуренция / М. Э. Портер – М.: Вильямс, 2006. – 608 с.
8. СКРИН – база данных. [Электронный ресурс] // СКРИН. – Режим доступа: <http://skrin.ru/> (дата обращения: 20.04.2018).
9. СПАРК – база данных. [Электронный ресурс] // СПАРК. – Режим доступа: <http://www.spark-interfax.ru/> (дата обращения: 20.04.2018)
10. Томпсон-мл, А.А. Стратегический менеджмент: концепции и ситуации для анализа / А. А. Томпсон-мл, А. Дж. Стрикленд. – М.: Вильямс, 2009. — 928 с.
11. Федеральная служба государственной статистики. [Электронный ресурс] // Федеральная служба государственной статистики. – Режим доступа: <http://www.gks.ru> (дата обращения: 22.04.2018)
12. Федотов, Ю. В. Измерение эффективности деятельности организации: особенности метода DEA (анализа свертки данных) / Ю. В. Федотов // Российский журнал менеджмента. – 2012. – Т. 10, № 2. – С. 51-62.
13. Финансовый анализ: учебно-методическое пособие / Д. Л. Волков, Т. А. Гаранина, Е. Д. Никулин; Высшая школа менеджмента СПбГУ. - Санкт-Петербург: Высшая школа менеджмента, 2014. - 138 с.

14. Центр раскрытия корпоративной информации. [Электронный ресурс] // Центр раскрытия корпоративной информации. – Режим доступа: <https://www.e-disclosure.ru> (дата обращения: 20.04.2018).
15. Abell, D.F. Competing today while preparing for tomorrow / D.F. Abell // Sloan Management Review. – 1999. – №3. – P. 73-81.
16. Ahuja, G. Technological acquisitions and the innovation performance of acquiring firms: a longitudinal study / G. Ahuja, R. Katila // Strategic Management Journal. – 2001. – №22 (3). – P. 197–220.
17. Allgood, S. The Match between CEO and Firm / S. Allgood, K.A. Farell // Journal of Business. – 2003. – № 76. – P. 317-341.
18. Ballinger, G.A. The use of an interim CEO during succession episodes and firm performance / G. A. Ballinger, J.J. Marcel // Strategic Management Journal. – 2010. – №31(3). – P. 262-283.
19. Barker, V.L. CEO characteristics and firm R&D spending / V.L. Barker, G.C. Mueller // Management Science. – 2002. – №48. – P. 782–801.
20. Barney, J.B. Firm resources and sustained competitive advantage / J.B. Barney // Journal of Management. – 1991. – №17(1). – P. 99-121.
21. Boeker, W. Power and managerial dismissal: scapegoating at the top / W. Boeker // Administrative Science Quarterly. – 1992. – №37. – P. 400-421.
22. Boeker, W. Strategic Change: the Effects of Founding and History / W. Boeker // Academy of Management Journal. – 1989. – №32(3). – P. 489-513.
23. Boeker, W. Strategic change: The influence of managerial characteristics and organizational growth / W. Boeker // Academy of Management Journal. – 1997. – №40. – P. 152–170.
24. Brady, G.F. Executive succession / G.F. Brady, D.L. Helmich // Englewood Cliffs N.J. – Prentice. – 1984.
25. Brunninge, O. Corporate Governance and Strategic Change in SMEs: The Effects of Ownership, BoardComposition and Top Management Teams / O. Brunninge, M. Nordqvist, J. Wiklund // Small Business Economics. – 2000. – №29(3). – P. 295-308
26. Cannella, A.A. Succession as a sociopolitical process: internal impediments to outsider selection / A.A. Cannella, M. Lubatkin // Academy of Management Journal. – 1993. – №36. – P. 763-793.
27. Carpenter, M.A. The Price of Change: The Role of CEO Compensation in Strategic Variation and Deviation From Industry Strategy Norms / M.A. Carpenter // Journal of Management. – 2000. – №26(6). – P. 1179-1198.

28. Castanias, R.P. Managerial resources and rents / R.P. Castanias, C.E. Helfat // *Journal of Management*. – 1991. – №12. – P. 34-56.
29. Chakravarthy, B.S. Measuring Strategic Performance / B.S. Chakravarthy // *Strategic Management Journal*. – 1986. – №7. – P. 437-458.
30. Chandler, A.D. *Strategy and Structure* / A.D. Chandler // Cambridge: MIT Press – 1962.
31. Chatterjee, A. It's all about me: Narcissistic chief executive officers and their effects on company strategy and performance / A. Chatterjee, D.C. Hambrick // *Administrative Science Quarterly*. – 2007. – №52. – P. 351–386.
32. Child, J. Managerial and organizational factors associated with company performance. Part 1 / J. Child // *Journal of Management Studies*. – 1974 – №11(3). – P. 175-18.
33. Chung, K.H. A simple approximation of Tobin's Q / K.H. Chung, S.W. Pruitt // *Financial Management*. – 1994. – №23. – P. 70–74.
34. Clayton, M.J. The Impact of CEO Turnover on Firm Volatility / M.J. Clayton, J.C. Hartzell, J.V. Rosenberg // *Journal of Business*. – 2005. – №78. – P. 1779-1800.
35. Cohen, W.M. Absorptive capacity: a new perspective on learning and innovation / W.M. Cohen, D.A. Levinthal // *Administrative Science Quarterly*. – 1990. – №35. – P. 128–152.
36. D'Aveni, R.A. The age of temporary advantage / R.A. D'Aveni, G.B. Dagnino, K.G. Smith // *Strategic Management Journal*. – 2010. – №31. – P. 1371–1385.
37. Dalton, D.R. Organizational performance as an antecedent of inside/outside chief executive succession: An empirical assessment / D.R. Dalton, I. Kesner // *Academy of Management Journal*. – 1985. – №28. – P. 749-762.
38. Denis, D.J. Performance changes following top management dismissals / D. J. Denis, D.K. Denis // *Journal of Finance*. – 1995. – №50. – P. 1029-1057.
39. Donaldson, G. A new tool for boards: the strategic audit / G. Donaldson // *Harvard Business Review*. – 1995. – №4. – P. 99-107.
40. Ehrbar, A. EVA: The real key to creating wealth / A. Ehrbar // New York: John Wiley & Sons, Inc. – 1998. – P. 130-131.
41. Farrell, K.A. The Impact of Firm Performance Expectations on CEO Turnover and Replacement Decisions / K.A. Farrell, D.A. Whidbee // *Journal of Accounting and Economics*. – 2003. – № 36. – P. 165-196.
42. Feitler, J. N. Strategic and Performance Changes Among LTL Motor Carriers: 1976-1993 / J.N. Feitler, T.M. Corsi, C.M. Grimm // *Transportation Journal*. – 1998. – №37. – P. 5-12.
43. Finkelstein S., Hambrick D. Top management team tenure and organizational outcomes: The moderating role of managerial discretion // *Administrative Science Quarterly* – 1990 – №35 – C. 484–503.

44. Finkelstein, S. Strategic leadership: Theory and research on executives, top management teams, and boards / S. Finkelstein, D. Hambrick, A.A. Cannella // New York, NY: Oxford University Press. – 2009.
45. Ford, J.D. Conceptual issues of linkage in the assessment of organizational performance / J.D. Ford, D.A. Schellenberg // Academy of Management Review. – 1982. – №7. – P. 49-58.
46. Giacalone, R.A. Business ethics and social responsibility education: Shifting the worldview / R.A. Giacalone, K.R. Thompson // Academy of Management Learning & Education. – 2006. – №5(3). – P. 266-277.
47. Ginsberg, A. Measuring and modeling changes in strategy: Theoretical foundations and empirical directions / A. Ginsberg // Strategic Management Journal. – 1988. – №9(6). – P. 559-575.
48. Goes, J. B. Strategic Change and Organizational Performance: A Longitudinal Study of California Hospitals / J. B. Goes // – University of Oregon. – 1989.
49. Gong, Y. Xin Human resources management and firm performance: The differential role of managerial affective and continuance commitment / Y. Gong, K.S. Law, S. Chang, K.R. // Journal of Applied Psychology. – 2009. – №94. – P. 263–275.
50. Gordon, S.S. Convergence versus strategic reorientation: the antecedents of fast-paced organizational change / S.S. Gordon, J. Stewart, H. Wayne, R. Sweo, W.A. Luker // Journal of Management. – 2000. – №26(5). – P. 911–945.
51. Graham, K.R. Relative Performance Deterioration, Management and Strategic Change in Rail-based Holding Companies / K.R. Graham, M.D. Richards // Academy of Management. – 1979. – №39. – P. 108-111.
52. Greiner, L. When new CEOs succeed and fail: 4D theory of strategic transformation / L. Greiner, T. Cummings, A. Bhambri // Organizational Dynamics. – 2003. – №32. – P. 1-16.
53. Hambrick, D.C. Turnaround strategies for mature industrial product businesses / D.C. Hambrick, S.M. Schecter // Academy of Management Journal. – 1983. – №27(2). – P. 231-248.
54. Hambrick, D.C. The seasons of a CEO's tenure / D.C. Hambrick, G.D. Fukutomi // Academy of Management Review. – 1991. – №16. – P. 719–742.
55. Harris, D. Specificity of CEO human capital and compensation / D. Harris, C.E. Helfat // Strategic Management Journal. – 1997. – №18(11). – P. 895–920.
56. Haveman, H.A. Between a rock and a hard place: organizational change and performance under conditions of fundamental environmental transformation / H.A. Haveman // Administrative Science Quarterly. – 1992. – №37. – P. 48–75.
57. Helmich, D.L. Successor type and organizational changes in the corporate enterprise / D.L. Helmich, W.B. Brown // Administrative Science Quarterly. – 1972. – №17. – P. 371-378.

58. Herrmann, P. The influence of CEO characteristics on the international diversification of manufacturing firms: An empirical study in the United States / P. Herrmann // *International Journal of Management*. – 2002. – №19. – P. 279–289.
59. Herrmann, P. Managing Strategic Change: The Duality of CEO Personality / P. Herrmann, S. Nadkarni // *Strategic Management Journal*. – 2014. – №35. – P. 1318–1342.
60. Hiller, N.J. Conceptualizing executive hubris: The role of (hyper) core self-evaluations in strategic decision-making / N.J. Hiller, D.C. Hambrick // *Strategic Management Journal*. – 2005. – № 26. – P. 297–319.
61. Hitt, M.A. Strategic decision models: Integrating different perspectives / M.A. Hitt, B.B. Tyler // *Strategic Management Journal*. – 1991. – №12. – P. 327–351.
62. Hofer, C.W. Turnaround Strategies / C.W. Hofer // *Journal of Business Strategy*. – 1980. – №3. – P. 19-31.
63. Hoskisson, R.E. Strategic control systems and relative R&D investment in large multiproduct firms / R.E. Hoskisson, M.A. Hitt // *Strategic Management Journal*. – 1988. – №9(6). – P. 605–621.
64. Howard, A. Identifying, assessing and selecting senior leaders. The nature of organizational leadership. Understanding the performance imperatives confronting today's leaders / A. Howard // San Francisco: Jossey Bass. – 2001.
65. Huang, S. Zombie Boards: Board Tenure and Firm Performance / S. Huang // Singapore Management University. – School of Accountancy. – 2013.
66. Huson, M.R. Managerial succession and firm performance / M.R. Huson, P.H. Malatesta, R. Parrino // *Financial Economics*. – 2004. – №74. – P. 237-275.
67. Jacquemin, A.P. Entropy measures of diversification and corporate growth / A.P. Jacquemin, C.H. Berry // *Journal of Industrial Economics*. – 1979. – №27. – C. 359-369.
68. Jensen, M. Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function / M. Jensen // *Journal of Applied Corporate Finance*. – 2001. – №14(3). – P. 8-21.
69. Kanter, R.M. Organizational performance: Recent developments in measurement / R.M. Kanter, D. Brinkerhoff // *Annual Review of Sociology*. – 1981. – №7. – P. 322-349.
70. Katz, R. The effects of group longevity on project communication and performance / R. Katz // *Administrative Science Quarterly*. – 1982. – №27. – P. 81 -104.
71. Kelly, D. Organizational inertia and momentum: A dynamic model of strategic change / D. Kelly, T. L. Amburgey // *Academy of Management Journal*. – 1991. – №34. – P. 591-612.
72. Kimberly, J.R. Organizational innovation: The influence of individual, organizational, and contextual factors on hospital adoption of technological and administrative innovations /

- J.R. Kimberly, M.J. Evanisko // *Academy of Management Journal*. – 1981. – №24. – P. 689–713.
73. Knight, J. *Value-Based Management: Developing a Systematic Approach to Creating Shareholder Value* / J. Knight // New York: McGraw-Hill – 1998.
74. Kotter, J.P. *General Managers Are not Generalists* / J.P. Kotter // *Organizational Dynamics*. – 1982. – №2. – P. 4-19.
75. Landsman, W.R. *C. Tobin's Q and the relation between accounting ROI and economic return* / W.R. Landsman, A.C. Shapiro // *Journal of Accounting Auditing and Finance*. – 1995. – №10. – P. 103–120.
76. Lant, T.K. *The role of managerial learning and interpretation in strategic persistence and reorientation: an empirical exploration* / T.K. Lant, F.J. Milliken, B. Batra // *Strategic Management Journal*. – 1992. – №13(8). – P. 585–608.
77. Lauterbach, B. *Internal vs. external succession and their effect on firm performance* / B. Lauterbach, J. Vu, J. Weisberg // *Human Relations*. – 1999. – №52. – P. 1485-1504.
78. Markides, C. *Diversification, restructuring and economic performance* / C. Markides // *Strategic Management Journal*. – 1995. – №16. – P. 101–119.
79. Matta, E. *The accentuated CEO career horizon problem: Evidence from international acquisitions* / E. Matta, P.W. Beamish // *Strategic Management Journal*. – 2008. – №29. – P. 683–700.
80. McDougall, P.P. *New venture internationalization, strategic change, and performance: A follow-up study* / P.P. McDougall, B.M. Oviatt // *Journal of Business Venturing*. – 1996. – №11. – P. 23–40.
81. McGrath, J.E. *Toward a dynamic and systemic theory of groups: an integration of six temporally enriched perspective. In Leadership Theory and Research: Perspectives and Directions* / J.E. McGrath, D.H. Gruenfeld // Academic Press: Orlando, FL. – 1992. – P. 217-240
82. McGuire, J. *An analysis of alternate measures of strategic performance* / McGuire J., Schneeweis T. // *Strategic Management*. – 1993. – №11. – P. 23–48.
83. McTaggart, J.M. *The Value Imperative - Managing for Superior Shareholder Returns* / J.M. McTaggart, P.W. Kontes, M.C. Mankins // New York: The Free Press. – 1994 – P. 213.
84. Meyer, M.W. *Leadership and organizational structure* / M.W. Meyer // *American Journal of Sociology*. – 1975. – №81. – P. 514–542.
85. Miller, D. *Stale in the saddle: CEO tenure and the match between organization and environment* / D. Miller // *Management Science*. – 1991. – №37. – P. 34–52.

86. Miller, D. Organizations: A Quantum View / D. Miller, P. H. Friesen // Prentice-Hall – Englewood Cliffs. – 1984. – P. 103.
87. Mintzberg, H. Patterns in strategy formation / H. Mintzberg // Management Science. – 1978. – №24. – P. 934–948.
88. Mintzberg, H. The Structure of 'Unstructured' Decision Processes / H. Mintzberg, D. Raisinghani, A. Thioret // Administrative Science Quarterly. – 1976. – №21(2). – P. 246-275.
89. Mooney, C.H. Interim succession: Temporary leadership in the midst of the perfect storm / C.H. Mooney, M. Semadeni, I.F. Kesner // Business Horizons. – 2013. – №56. – P. 621-633.
90. Morin, R. Driving Shareholder Value: Value-Building Techniques for Creating Shareholder Wealth / R. Morin, S. Jarell // New York: McGraw-Hill. – 2001. – P.145.
91. Murphy, K.J. Financial Performance Surrounding CEO Turnover / K.J. Murphy, J.L. Zimmerman // Journal of Accounting and Economics. – 1993. – №16. – P. 273- 315.
92. Nadkarni, S. CEO personality, strategic flexibility, and firm performance: The case of the Indian business process outsourcing industry / S. Nadkarni, P.O.L. Herrmann // Academy of Management Journal. – 2010. – №53. – P. 1050–1073.
93. Nerkar, A. Technological and product-market experience and the success of new product introductions in the pharmaceutical industry / A. Nerkar, P.W. Roberts // Strategic Management Journal. – 2004. – №25 – P. 779–799.
94. Ocasio, W. The structuring of organizational attention and the enactment of economic adversity: A reconciliation of theories of failure-induced change and threat-rigidity / W. Ocasio // Working paper. Sloan School of Management, Massachusetts Institute of Technology, Cambridge – 1993.
95. Oster, S. Intraindustrial structure and the ease of strategic change / S. Oster // Review of Economics and Statistics. – 1982. – №64. – P. 376-383.
96. Pandey, R. Busy CEOs and the performance of family firms / R. Pandey, C. Vithessonthi, M. Mansi // Research in International Business and Finance. – 2015. – №33. – P. 144–166.
97. Pfeffer, J. The external control of organizations: A resource dependence perspective / J. Pfeffer, G.R. Salancik // New York: Harper & Row – 1978.
98. Rappaport, A. Selecting strategies that create shareholder value / A. Rappaport // Harvard Business Review. – 1981. – №3(59). – P. 139-149.
99. Rosenkopf, L. Overcoming local search through alliances and mobility / L. Rosenkopf, P. Almeida // Management Science. – 2003. – №49. – P. 751–766.
100. Sanders, W.G. Internationalization and firm governance: the role of CEO compensation, top team composition, and board structure / W.G. Sanders, M.A. Carpenter // Academy of Management Journal. – 1998. – №41. – P. 158–178.

101. Scharfenaker, E. The distribution and regulation of Tobin's q / E. Scharfenaker, P. L. Santos // *Economics Letters*. – 2015. – №137. – P. 191–194.
102. Schendel, D.E. A simultaneous equation model of corporate strategy / D.E. Schendel, G. Patton // *Management Science*. – 1978. – №24. – P. 1611-1621.
103. Schoeffler, S. The impact of strategic planning on profit performance / S. Schoeffler, R. Buzzell, D. Heany // *Harvard Business Review*. – 1974. – №52. – P. 137-145.
104. Serfling, M.A. CEO age and riskiness of corporate policies / M.A. Serfling // *Journal of Corporate Finance*. – 2014. – №25. – P. 251–273.
105. Shen, W. Revisiting the performance consequences of CEO succession: The impact of successor type, post succession senior executive turnover, and departing CEO tenure / W. Shen, A.A. Cannella // *Academy of Management Journal*. – 2002. – №45. – P. 717-733.
106. Simsek Z. CEO tenure and organizational performance: An intervening model / Z. Simsek // *Strategic Management Journal*. – 2007. – №28. – P. 653–662.
107. Singh, J.V. Organizational change and organizational mortality / J.V. Singh, R.J. House, D. Tucker // *Administrative Science Quarterly*. – 1986. – №31. – P. 587–611.
108. Smith, K.G. Environmental variation, strategic change and firm performance: A study of railroad deregulation / K.G. Smith, C.M. Grimm // *Strategic Management Journal*. – 1987. – №8. – C. 363-376.
109. Tallman, S. Knowledge, clusters, and competitive advantage / S. Tallman, M. Jenkins, N. Henry, S. Pinch // *Academy of Management Review*. – 2004. – №29. – P. 258–271.
110. Taylor, R. Age and experience as determinants of managerial information processing and decision-making performance / R. Taylor // *Academy of Management Journal*. – 1975. – №18. – P. 74-81.
111. Tobin, J. Asset markets and the cost of capital / J. Tobin, W.C. Brainard // *Economic Progress, Private Values, and Public Policy*. – 1977. – P. 235-262.
112. Venkatraman, N. Measurement of Business Performance in Strategy Research: A Comparison of Approaches / N. Venkatraman, V. Ramanujam // *Academy of Management Review*. – 1986. – №11. – P. 801-814.
113. Virany, B. Executive succession and organization outcomes in turbulent environments: an organization learning approach / B. Virany, M. Tushman, E. Romanelli // *Organization Science*. – 1992. – №3(1). – P. 72–92.
114. Vu, M.-C. Relationship between board ownership structure and firm financial performance in transitional economy: The case of Vietnam / M.-C. Vu, T.T. Phanb, N.T. Le // *Research in International Business and Finance*. – 2017. – P. 86.

115. Wallace, J. Value Maximization and Stakeholder Theory: Compatible or not? / J. Wallace // *Journal of Applied Corporate Finance* – 2003. – №15(3). – P. 120-127.
116. Wally, S. Personal and structural determinants of the pace of strategic decision making / S. Wally, J.R. Baum // *Academy of Management Journal*. – 1994. – №37. – P. 932–956.
117. Wang, G. Do CEOs matter to firm strategic actions and firm performance? A meta-analytic investigation based on upper echelons theory / G. Wang, R. M. Holmes Jr., I.-S. Oh, W. Zhu // *Personnel Psychology*. – 2016. – №69. – P. 775-862.
118. Warner, J.B. Stock Prices and Top Management Changes / J.B. Warner, R.L. Watts, K.H. Wruck // *Journal of Financial Economics*. – 1988. – №20. – P. 461-492.
119. Wiersema, M.F. Executive succession as an antecedent to corporate restructuring / M.F. Wiersema // *Human Resource Management*. – 1995. – №34. –P. 185-202.
120. Wiersema, M.F. Top management team demography and corporate strategic change / M.F. Wiersema, K.A. Bantel // *Academy of Management Journal*. – 1992. – №35. – P. 91–121.
121. Woo, C.Y. Performance representation in business policy research: discussion and recommendation / C.Y. Woo, G. Willard // *Working Paper, Dallas*. – 1983.
122. Wulf, T. Performance over the CEO Lifecycle – A Differentiated Analysis of Short and Long Tenured CEOs / T. Wulf, S. Stubner, J. Miksche, K. Roleder // *Working paper*. – 2010.
123. Yim, S. The Acquisitiveness of youth: CEO age and acquisition behavior / S. Yim // *Journal of Financial Economics*. – 2013. – №108. – P. 250–273.
124. Zajac, E. CEO selection, succession, and firm performance: A theoretical integration and empirical analysis / E. Zajac // *Strategic Management Journal*. – 1990. – №11. – P. 217-230.
125. Zajac, E.J. Changing Generic Strategies: Likelihood, Direction, and Performance Implications / E.J. Zajac, S.M. Shortell // *Strategic Management Journal*. – 1989. – №10(5). – P. 413-430.
126. Zhang, Y. Once an outsider always an outsider? CEO origin, strategic change and firm performance / Y. Zhang, N. Rajagopalan // *Strategic management Journal*. – 2010. – №3. – P. 334-346.

ПРИЛОЖЕНИЯ

Приложение 1. Описательная статистика

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
ROA	1460	.0550085	.1313527	-.7029	1.3337
ROE	1460	.0796363	.9363699	-25.6448	12.7332
SIZE1	1460	10.30263	.9061877	7.682768	13.11332
SIZE2	1402	10.02345	1.129364	5	12.63692
DV	1460	.456565	.287973	0	1.593454
CHANGE	1460	.0000801	.4655373	-.1273677	6.66555
ceo_turnover	1460	.2123288	.4090964	0	1
ceo_age	1460	48.18356	9.297711	24	80
ceo_tenure	1460	4.285126	4.309981	.0833333	24
ceo_outsid~2	1460	.4945205	.5001413	0	1
ceo_educ_m~h	1460	.5650685	.4959179	0	1
ceo_func	1460	.4979339	.500168	0	1
ind_exp	1460	19.20471	12.23825	.0833333	53

Приложение 2. Результаты регрессионного анализа (1)

```

Random-effects GLS regression              Number of obs   =    1253
Group variable: COMP                      Number of groups =    185

R-sq:  within = 0.0167                    Obs per group:  min =     1
        between = 0.1774                  avg =             6.8
        overall = 0.0485                  max =            11

                                           Wald chi2(2)    =    43.80
corr(u_i, X) = 0 (assumed)                Prob > chi2     =    0.0000

```

CHANGE	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
SIZE2	-.0109849	.0018827	-5.83	0.000	-.014675	-.0072949
PROA	-.0314517	.0119203	-2.64	0.008	-.0548151	-.0080884
_cons	.0314978	.0189977	1.66	0.097	-.005737	.0687327
sigma_u	.02640981					
sigma_e	.0345489					
rho	.3688205	(fraction of variance due to u_i)				

Приложение 3. Результаты регрессионного анализа (2)

```

Random-effects GLS regression                Number of obs   =    1252
Group variable: COMP                        Number of groups =    185

R-sq:  within = 0.0176                      Obs per group:  min =     1
        between = 0.1808                      avg =           6.8
        overall = 0.0495                      max =           11

corr(u_i, X) = 0 (assumed)                  Wald chi2(3)    =    45.18
                                                Prob > chi2     =    0.0000
    
```

CHANGE	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
ceo_turnover	-.0029005	.0025562	-1.13	0.257	-.0079106	.0021096
SIZE2	-.0110147	.0018802	-5.86	0.000	-.0146998	-.0073297
PROA	-.0322195	.0119499	-2.70	0.007	-.0556409	-.0087981
_cons	.0324955	.0189903	1.71	0.087	-.0047249	.0697158
sigma_u	.02630788					
sigma_e	.03456361					
rho	.36682412	(fraction of variance due to u_i)				

Приложение 4. Результаты регрессионного анализа (3)

```

Random-effects GLS regression                Number of obs   =    1252
Group variable: COMP                        Number of groups =    185

R-sq:  within = 0.0231                      Obs per group:  min =     1
        between = 0.1667                      avg =           6.8
        overall = 0.0463                      max =           11

corr(u_i, X) = 0 (assumed)                  Wald chi2(5)    =    48.09
                                                Prob > chi2     =    0.0000
    
```

CHANGE	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
ceo_turnover	-.0021711	.0025928	-0.84	0.402	-.007253	.0029108
ceo_outsider2	.0006827	.0027845	0.25	0.806	-.0047748	.0061401
ceo_age	.0002557	.0001545	1.65	0.098	-.0000472	.0005585
SIZE2	-.0112975	.0018855	-5.99	0.000	-.0149929	-.007602
PROA	-.0321339	.0119683	-2.68	0.007	-.0555914	-.0086763
_cons	.0225323	.0198506	1.14	0.256	-.0163741	.0614387
sigma_u	.02615915					
sigma_e	.03446779					
rho	.36548116	(fraction of variance due to u_i)				

Приложение 5. Результаты регрессионного анализа (4)

```

Random-effects GLS regression           Number of obs   =   1252
Group variable: COMP                   Number of groups =   185

R-sq:  within = 0.0236                 Obs per group: min =    1
      between = 0.1647                   avg =    6.8
      overall = 0.0458                   max =   11

corr(u_i, X) = 0 (assumed)             Wald chi2(5)    =   48.03
                                           Prob > chi2     =   0.0000
    
```

CHANGE	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
CEOTURNOUT	-.0027779	.0034952	-0.79	0.427	-.0096283	.0040725
CEOTURNINS	-.0016145	.0033632	-0.48	0.631	-.0082062	.0049771
ceo_age	.0002605	.0001547	1.68	0.092	-.0000426	.0005637
SIZE2	-.0113131	.0018897	-5.99	0.000	-.0150168	-.0076094
PROA	-.0324039	.0119541	-2.71	0.007	-.0558335	-.0089743
_cons	.022811	.0198901	1.15	0.251	-.016173	.0617949
sigma_u	.02630384					
sigma_e	.03447001					
rho	.36801312	(fraction of variance due to u_i)				

Приложение 6. Тест Фишера по выбору между «короткой» и «длинной» моделями регрессии (1)

```

( 1) CEOTURNOUT = 0
( 2) CEOTURNINS = 0

      chi2( 2) =    0.77
      Prob > chi2 =  0.6811
    
```

Приложение 7. Тест Вальда по выбор между моделями сквозной регрессии и регрессии с фиксированными эффектами

```

Fixed-effects (within) regression       Number of obs   =   1252
Group variable: COMP                   Number of groups =   185

R-sq:  within = 0.0171                 Obs per group: min =    1
      between = 0.1759                   avg =    6.8
      overall = 0.0478                   max =   11

corr(u_i, Xb) = -0.2044                 F(2,1065)      =    9.24
                                           Prob > F       =    0.0001
    
```

CHANGE	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
SIZE2	-.0136314	.0036912	-3.69	0.000	-.0208742	-.0063886
PROA	-.0282234	.0128467	-2.20	0.028	-.0534312	-.0030156
_cons	.0563681	.0374122	1.51	0.132	-.017042	.1297781
sigma_u	.03100136					
sigma_e	.034565					
rho	.44580843	(fraction of variance due to u_i)				

```

F test that all u_i=0:   F(184, 1065) =    3.75   Prob > F = 0.0000
    
```


Приложение 8. Тест Бреуша-Пагана по выбору между моделями сквозной регрессии и регрессии со случайными эффектами

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

$$\text{CHANGE}[\text{COMP}, t] = Xb + u[\text{COMP}] + e[\text{COMP}, t]$$

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
CHANGE	.001763	.0419885
e	.0011947	.034565
u	.000697	.0264003

Test: Var(u) = 0

chibar2(01) = 214.46
 Prob > chibar2 = 0.0000

Приложение 9. Тест Хаусмана по выбору между моделями регрессии с фиксированными эффектами и регрессии со случайными эффектами

	Coefficients			
	(b) fe	(B) re	(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
SIZE2	-.0136314	-.0109955	-.0026359	.0031747
PROA	-.0282234	-.0313623	.0031389	.0047711

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(2) = (b-B)' [(V_b-V_B)^(-1)] (b-B)
 = 1.27
 Prob>chi2 = 0.5303

Приложение 10. Результаты регрессионного анализа (5)

```

Arellano-Bond dynamic panel-data estimation   Number of obs   =   948
Group variable: COMP                          Number of groups =   168
Time variable: YEAR

Obs per group:   min =   1
                  avg =  5.642857
                  max =   9

Number of instruments =   47                  Wald chi2(3)    =   91.50
                                                Prob > chi2     =   0.0000
    
```

One-step results

ROAadjt1	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
ROAadjt1						
L1.	.2805248	.0439173	6.39	0.000	.1944485	.3666012
SIZE2	.0466752	.0127835	3.65	0.000	.02162	.0717304
DV	.2248896	.0301103	7.47	0.000	.1658746	.2839047

Instruments for differenced equation

```

GMM-type: L(2/.) .ROAadjt1
Standard: D.SIZE2 D.DV
    
```

Приложение 11. Результаты регрессионного анализа (6)

```

Arellano-Bond dynamic panel-data estimation   Number of obs   =   932
Group variable: COMP                          Number of groups =   166
Time variable: YEAR

Obs per group:   min =   1
                  avg =  5.614458
                  max =   9

Number of instruments =   53                  Wald chi2(9)    =   101.93
                                                Prob > chi2     =   0.0000
    
```

One-step results

ROAadjt1	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
ROAadjt1						
L1.	.2937784	.0455399	6.45	0.000	.2045218	.3830349
SIZE2	.0459863	.0129306	3.56	0.000	.0206428	.0713298
DV	.2339142	.031059	7.53	0.000	.1730397	.2947888
CHANGE	.000155	.0119564	0.01	0.990	-.0232791	.023589
ceo_outsider2	.0133313	.009688	1.38	0.169	-.0056568	.0323194
ceo_age	.0011417	.0007999	1.43	0.153	-.000426	.0027094
ceo_tenure	.0010484	.0013678	0.77	0.443	-.0016326	.0037293
ceo_func	.0315805	.0131482	2.40	0.016	.0058105	.0573505
ind_exp	-.0014415	.0007086	-2.03	0.042	-.0028304	-.0000526

Instruments for differenced equation

```

GMM-type: L(2/.) .ROAadjt1
Standard: D.SIZE2 D.DV D.CHANGE D.ceo_outsider2 D.ceo_age
          D.ceo_tenure D.ceo_func D.ind_exp
    
```

Приложение 12. Результаты регрессионного анализа (7)

```

Arellano-Bond dynamic panel-data estimation   Number of obs   =       932
Group variable: COMP                          Number of groups =       166
Time variable: YEAR

Obs per group:   min =         1
                  avg =   5.614458
                  max =         9

Number of instruments =      54                Wald chi2(10)    =    107.58
                                                Prob > chi2      =     0.0000

One-step results

```

ROAadjt1	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
ROAadjt1						
L1.	.2850919	.0455187	6.26	0.000	.195877	.3743068
SIZE2	.0461055	.0128561	3.59	0.000	.020908	.071303
DV	.2336971	.0308823	7.57	0.000	.173169	.2942253
CHANGE	-.0610589	.0331857	-1.84	0.066	-.1261018	.0039839
CHANGE2	.0290407	.0145572	1.99	0.046	.0005091	.0575723
ceo_outsider2	.013968	.0096346	1.45	0.147	-.0049154	.0328515
ceo_age	.0010386	.0007972	1.30	0.193	-.0005238	.002601
ceo_tenure	.0009881	.0013604	0.73	0.468	-.0016783	.0036545
ceo_func	.0315055	.0130693	2.41	0.016	.00589	.0571209
ind_exp	-.0012834	.0007097	-1.81	0.071	-.0026744	.0001075

```

Instruments for differenced equation
GMM-type: L(2/.)ROAadjt1
Standard: D.SIZE2 D.DV D.CHANGE D.CHANGE2 D.ceo_outsider2 D.ceo_age
D.ceo_tenure D.ceo_func D.ind_exp

```

Приложение 13. Результаты регрессионного анализа (8)

```

Arellano-Bond dynamic panel-data estimation   Number of obs   =       932
Group variable: COMP                          Number of groups =       166
Time variable: YEAR

Obs per group:   min =         1
                  avg =   5.614458
                  max =         9

Number of instruments =      55                Wald chi2(11)    =    111.38
                                                Prob > chi2      =     0.0000

One-step results

```

ROAadjt1	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
ROAadjt1						
L1.	.2823203	.0454684	6.21	0.000	.1932038	.3714367
SIZE2	.0448088	.0128493	3.49	0.000	.0196246	.069993
DV	.2308335	.0308825	7.47	0.000	.1703048	.2913622
CHANGE	-.0775415	.0344077	-2.25	0.024	-.1449793	-.0101037
CHANGE2	.0298248	.0145345	2.05	0.040	.0013377	.058312
CHANGECEOOUT	.0420096	.0243406	1.73	0.084	-.0056971	.0897164
ceo_outsider2	.0155981	.0096384	1.62	0.106	-.0032928	.034489
ceo_age	.0010695	.000796	1.34	0.179	-.0004907	.0026296
ceo_tenure	.0009207	.0013581	0.68	0.498	-.0017412	.0035825
ceo_func	.0321432	.0130358	2.47	0.014	.0065935	.0576929
ind_exp	-.001364	.0007096	-1.92	0.055	-.0027549	.0000269

```

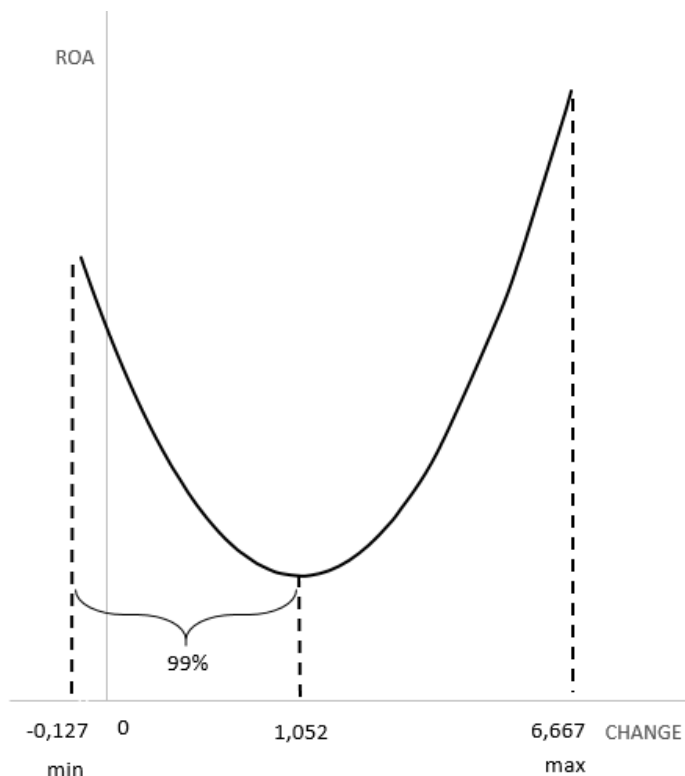
Instruments for differenced equation
GMM-type: L(2/.)ROAadjt1
Standard: D.SIZE2 D.DV D.CHANGE D.CHANGE2 D.CHANGECEOOUT
D.ceo_outsider2 D.ceo_age D.ceo_tenure D.ceo_func D.ind_exp

```

Приложение 14. Вспомогательные расчеты

```
. display -1*_b[ CHANGE ]/(2*_b[ CHANGE2 ])
1.0512648
```

Приложение 15. Графическое изображение взаимосвязи переменных ROA и CHANGE



Приложение 16. Расширенная описательная статистика переменной *CHANGE*

CHANGE				
	Percentiles	Smallest		
1%	-.1244224	-.1273677		
5%	-.1209418	-.1263443		
10%	-.1177832	-.1258429	Obs	1390
25%	-.1100912	-.125473	Sum of Wgt.	1390
50%	-.0953229		Mean	-.0321633
		Largest	Std. Dev.	.2581326
75%	-.057695	2.490348		
90%	.0590666	2.545198	Variance	.0666324
95%	.2176775	2.703881	Skewness	7.439263
99%	1.023388	2.865794	Kurtosis	67.58877

Приложение 17. Тест Фишера по выбору между «короткой» и «длинной» моделями регрессии (2)

```
( 1) ceo_outsider2 = 0
( 2) CHANGECEOOUT = 0

      chi2( 2) =      5.19
      Prob > chi2 =    0.0745
```

Приложение 18. Результаты регрессионного анализа (9)

```
Arellano-Bond dynamic panel-data estimation Number of obs      =      832
Group variable: COMP                               Number of groups     =      159
Time variable: YEAR

                                Obs per group:   min =         1
                                                avg =    5.232704
                                                max =         9

Number of instruments =      47                Wald chi2(3)         =      71.82
                                                Prob > chi2          =      0.0000
```

One-step results

ROEadjt1	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
ROEadjt1						
L1.	.1026265	.0442764	2.32	0.020	.0158463	.1894067
SIZE2	-.2372382	.0418708	-5.67	0.000	-.3193034	-.155173
DV	.5102141	.0657372	7.76	0.000	.3813716	.6390565

Instruments for differenced equation

```
GMM-type: L(2/.)ROEadjt1
Standard: D.SIZE2 D.DV
```

Приложение 19. Результаты регрессионного анализа (10)

```
Arellano-Bond dynamic panel-data estimation Number of obs      =      820
Group variable: COMP                               Number of groups     =      157
Time variable: YEAR

                                Obs per group:   min =         1
                                                avg =    5.22293
                                                max =         9

Number of instruments =      53                Wald chi2(9)         =      81.39
                                                Prob > chi2          =      0.0000
```

One-step results

ROEadjt1	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
ROEadjt1						
L1.	.0965804	.0445812	2.17	0.030	.0092028	.183958
SIZE2	-.2440742	.0428523	-5.70	0.000	-.328063	-.1600853
DV	.5029195	.0663941	7.57	0.000	.3727894	.6330496
CHANGE	.0799002	.1664668	0.48	0.631	-.2463688	.4061692
ceo_age	.0013917	.0015879	0.88	0.381	-.0017206	.004504
ceo_tenure	.0029884	.0026459	1.13	0.259	-.0021975	.0081743
ceo_outsider2	.0029215	.0193817	0.15	0.880	-.0350659	.0409089
ceo_func	.06201	.0251423	2.47	0.014	.0127319	.111288
ind_exp	-.0038544	.0014806	-2.60	0.009	-.0067562	-.0009525

Instruments for differenced equation

```
GMM-type: L(2/.)ROEadjt1
Standard: D.SIZE2 D.DV D.CHANGE D.ceo_age D.ceo_tenure
          D.ceo_outsider2 D.ceo_func D.ind_exp
```

Приложение 20. Результаты регрессионного анализа (11)

Arellano-Bond dynamic panel-data estimation

Number of obs	=	820
Group variable: COMP	Number of groups	= 157
Time variable: YEAR		
	Obs per group:	min = 1
		avg = 5.22293
		max = 9

Number of instruments = 54

Wald chi2(10)	=	83.11
Prob > chi2	=	0.0000

One-step results

ROEadjt1	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
ROEadjt1						
L1.	.0954458	.0444972	2.14	0.032	.0082328	.1826588
SIZE2	-.2437057	.0427849	-5.70	0.000	-.3275626	-.1598488
DV	.5065637	.0663383	7.64	0.000	.3765431	.6365843
CHANGE	.3791353	.2949511	1.29	0.199	-.1989584	.9572289
CHANGE2	3.221952	2.568812	1.25	0.210	-1.812826	8.256731
ceo_age	.0014318	.0015861	0.90	0.367	-.0016768	.0045405
ceo_tenure	.0030499	.0026414	1.15	0.248	-.0021272	.008227
ceo_outsider2	.0030413	.0193476	0.16	0.875	-.0348793	.0409618
ceo_func	.0597083	.0251161	2.38	0.017	.0104815	.108935
ind_exp	-.0039166	.0014798	-2.65	0.008	-.0068169	-.0010163

Instruments for differenced equation

GMM-type: L(2/.)ROEadjt1

Standard: D.SIZE2 D.DV D.CHANGE D.CHANGE2 D.ceo_age D.ceo_tenure
D.ceo_outsider2 D.ceo_func D.ind_exp